



**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
(БАНК РОССИИ)**

# **Доклад о денежно- кредитной политике**

---

*№4 • Октябрь 2013*

**Москва  
2013**

## **УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!**

В целях повышения эффективности информационной политики Банка России в области денежно-кредитной политики для оценки актуальности и востребованности публикуемых материалов просим Вас ответить на несколько вопросов.

- 1. Считаете ли Вы оптимальной степень подробности изложения материала?*
- 2. Какие темы, на Ваш взгляд, следовало бы осветить в данном докладе?*
- 3. Любые другие замечания и предложения по данному докладу.*
- 4. Какова сфера Ваших профессиональных интересов?*

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по данным на 1.10.2013.

Электронная версия информационно-аналитического сборника размещена на официальном сайте Банка России (адрес: <http://www.cbr.ru/publ/>).

Вы можете направить Ваши предложения и замечания по адресу: [monetarypolicyreport@mail.cbr.ru](mailto:monetarypolicyreport@mail.cbr.ru).

# Содержание

Резюме .....	3
I. Макроэкономические условия .....	4
I.1. Внешнеэкономические условия и валютный курс.....	4
I.2. Финансовый сектор .....	9
I.3. Внутренние экономические условия .....	14
I.4. Инфляция .....	18
II. Перспективы развития экономической ситуации и оценка рисков .....	20
II.1. Перспективы развития экономической ситуации .....	20
II.2. Оценка рисков.....	22
III. Реализация денежно-кредитной политики Банка России .....	23
III.1. Ключевые решения в области денежно-кредитной политики.....	23
III.2. Изменения в системе инструментов и иные меры денежно-кредитной политики .....	24
III.3. Операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора .....	26
Глоссарий .....	29
Приложение (статистические таблицы) .....	35
Перечень врезок .....	38



## Резюме

В III квартале 2013 г. Банк России проводил денежно-кредитную политику в условиях превышения инфляцией цели и сохранения низких темпов роста российской экономики. С учетом складывающихся тенденций и прогноза макроэкономического развития Совет директоров Банка России на заседаниях в августе-октябре 2013 г. принимал решения о сохранении неизменной направленности денежно-кредитной политики.

Статистические данные за прошедший квартал свидетельствовали о некотором улучшении внешнеэкономических условий. В частности, наблюдались признаки восстановления экономической активности в еврозоне – крупнейшем торговом партнере России, а также повышение мировых цен на нефть. Банк России ожидает постепенного ускорения роста мировой экономики в среднесрочной перспективе и ослабления сдерживающего влияния внешних условий на экономику России. Тем не менее потенциал роста цен на нефть с учетом совокупного действия факторов со стороны спроса на нее и предложения, как ожидается, будет ограничен.

Внутренние условия характеризовались низкими темпами роста совокупного выпуска и сохранением небольшого отрицательного разрыва выпуска. Сдерживающее влияние на экономику оказывало в первую очередь снижение инвестиционной активности, которое было более выраженным, чем предполагалось ранее. Внутреннее потребление оставалось ключевым фактором экономического роста. В июле-августе 2013 г. динамика ряда индикаторов указывала на некоторое повышение потребительской активности. В дальнейшем прогнозируется небольшое увеличение темпов роста внутреннего спроса и совокупного выпуска в условиях замедления инфляции, сохранения умеренных темпов роста реальной заработной платы и кредитования.

В III квартале 2013 г. сохранилась тенденция к замедлению роста кредита экономике. В то же время наблюдалось снижение процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям и населению, а неценовые условия кредитования изменились незначитель-

но. В целом ситуация на финансовых рынках оставалась стабильной.

Инфляция в годовом выражении в III квартале 2013 г. продолжала снижаться и в сентябре достигла минимального с начала года уровня – 6,1%, приблизившись к верхней границе целевого интервала Банка России. Замедлению инфляции способствовала динамика цен на рынке продовольствия. Также наблюдалось постепенное снижение базовой инфляции в условиях сохранения небольшого отрицательного разрыва выпуска и отсутствия существенных изменений инфляционных ожиданий экономических агентов.

По прогнозу Банка России, инфляция будет замедляться в 2013 г., оставаясь в рамках целевого диапазона, и продолжит снижение в 2014 году. Вместе с тем для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе необходимо формирование более выраженных позитивных тенденций в динамике инфляционных ожиданий, в связи с чем Банк России сохранял неизменную направленность денежно-кредитной политики в августе-октябре 2013 года. При этом проводимая политика позволяет добиться снижения инфляции без создания значительных рисков замедления экономического роста. По оценкам Банка России, в дальнейшем при наличии выраженной тенденции к снижению инфляционных ожиданий может быть оправданным постепенное снижение степени жесткости денежно-кредитной политики. При этом решения будут приниматься на основе комплексного анализа экономических условий.

В рамках работы по переходу к режиму таргетирования инфляции Банк России в сентябре 2013 г. принял ряд мер по повышению действенности процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. В частности, была объявлена ключевая ставка, а также завершено формирование границ процентного коридора Банка России. Кроме того, для улучшения функционирования денежного рынка Банк России ввел регулярные аукционы по предоставлению средств под залог нерыночных активов по плавающей процентной ставке на срок 3 месяца.

# I. Макроэкономические условия

## I.1. Внешнеэкономические условия и валютный курс

### Мировая экономика

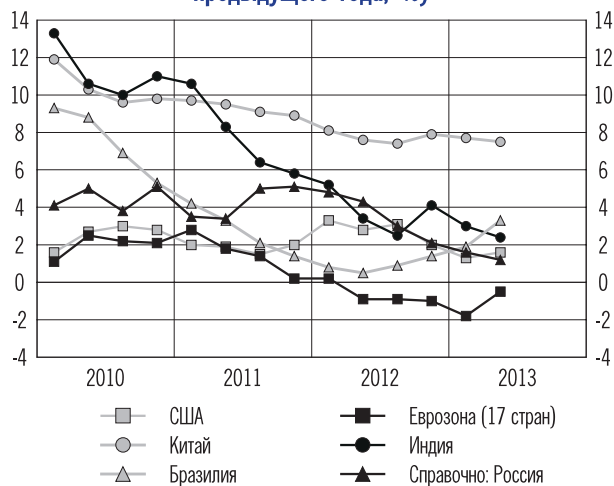
Постепенное восстановление деловой активности в ведущих развитых экономиках создает предпосылки к улучшению внешнеэкономической конъюнктуры. Во II квартале 2013 г. ВВП еврозоны впервые за семь кварталов увеличился относительно предыдущего периода (на 0,3%). В III квартале наблюдалось повышение краткосрочных индикаторов деловой активности во многих странах, включая еврозону, США и Китай. Тем не менее складывающиеся внешние условия по-прежнему сдерживают рост российской экономики. При этом одним из ключевых факторов является сохранение низких темпов экономического роста в странах с формирующимися рынками, ограничивающее спрос на сырьевые ресурсы и восстановление благоприятных условий торговли для России. Кроме того, сохраняется сдерживающее влияние на увеличение экономической активности в мире со стороны мер бюджетной экономии, реализуемых правительствами развитых стран.

Агрегированный показатель инфляции в странах – торговых партнерах, на долю ко-

торых приходится основная часть импортируемых Россией товаров, в январе-августе 2013 г. оставался низким. Вместе с тем с мая в ряде стран наблюдалась стабилизация темпов инфляции, а в некоторых крупных экономиках с формирующимися рынками темпы инфляции повысились (в Бразилии, ЮАР, Турции, Индонезии). На этом фоне сократилось число стран, продолжающих смягчение денежно-кредитной политики. В III квартале 2013 г. снижали ключевые процентные ставки центральные банки Мексики, Польши и Венгрии, тогда как в Бразилии, Индии и Индонезии ставки были повышены.

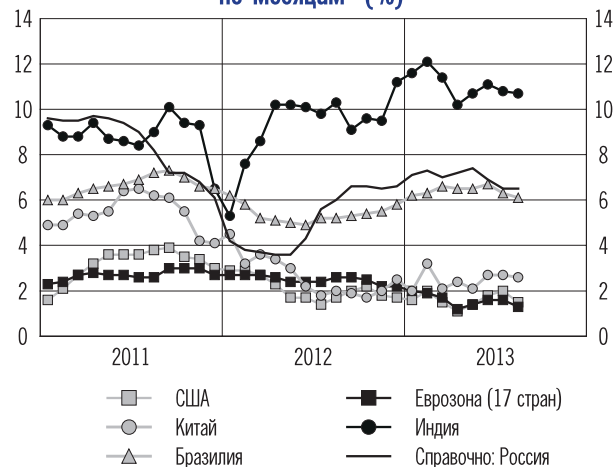
В III квартале 2013 г. значительное влияние на мировые финансовые рынки продолжали оказывать ожидания сокращения объема покупки активов Федеральной резервной системой (ФРС) США. Опасения ценовых коррекций привели к снижению склонности инвесторов к риску и росту волатильности цен на активы. В результате оттока капитала произошло обесценение национальных валют ряда стран с формирующимися рынками, в особенности индийской рупии, бразильского реала и турецкой лиры.

Темпы прироста ВВП зарубежных экономик (квартал к соответствующему кварталу предыдущего года, %)



Источник: национальные органы государственной статистики, Евростат.

Инфляция в зарубежных экономиках по месяцам (%)\*



\* Прирост общего уровня потребительских цен относительно соответствующего месяца предыдущего года.

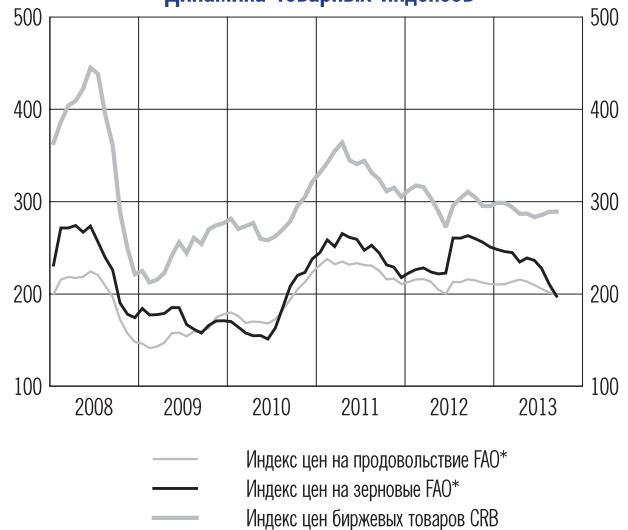
Источник: национальные органы государственной статистики, Евростат.

**Динамика индексов рынков акций MSCI по дням  
(31.12.2012 = 100)**



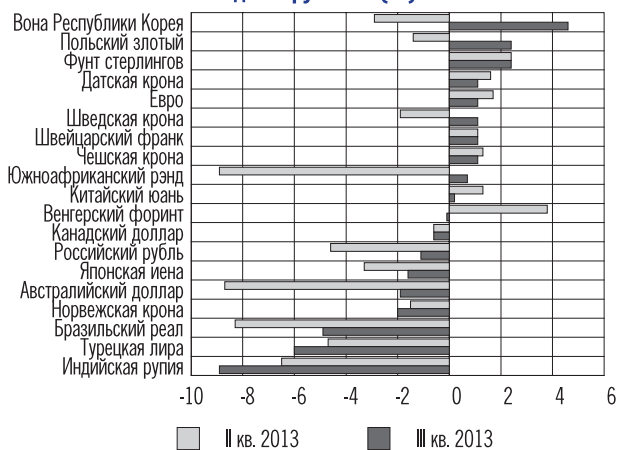
Источник: Bloomberg.

**Динамика товарных индексов**



\* 2002-2004 = 100  
Источник: FAO, Bloomberg.

**Процентное изменение курсов валют  
к доллару США (%)\***



\* Среднее значение за последний месяц квартала по отношению к среднему значению за последний месяц предыдущего квартала. Знак «+» обозначает укрепление валюты по отношению к доллару США, «-» — обесценение.  
Источник: Банк России.

С августа ситуация на мировых фондовых рынках и международном валютном рынке стабилизировалась. В сентябре ФРС приняла решение оставить без изменений параметры денежно-кредитной политики, включая объемы программы покупки активов. Однако значительного улучшения настроений инвесторов не произошло в связи с приближением срока, до наступления которого должен быть решен вопрос о повышении законодательно регулируемой допустимой величины государственного долга в США.

## Товарные рынки

В III квартале 2013 г. динамика цен на сырьевые товары на мировом рынке формирова-

лась в условиях сохранения достаточно слабого спроса. Среднее значение индекса товарных рынков CRB<sup>1</sup> в III квартале 2013 г. по сравнению с предыдущим кварталом повысилось на 2,0% (в то же время оно было ниже, чем в III квартале 2012 г., на 6,1%). Повышение индекса было обеспечено ростом цен на энергоносители, тогда как цены на неэнергетическое сырье и продовольствие снизились.

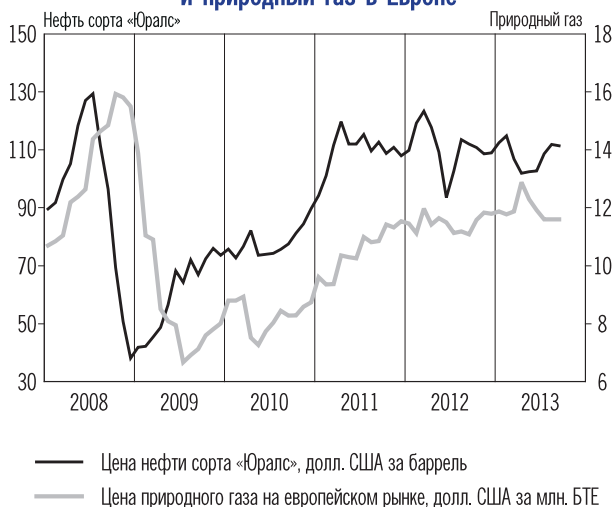
Динамику цен на нефть в III квартале 2013 г. в основном определяли риски, связанные с усилением геополитической напряженности в нефтедобывающих и прилегающих к ним регионах мира. Цена на нефть на мировом рынке на протяжении III квартала преимущественно росла и практически приблизилась к уровню, наблюдаемому в I квартале текущего года. Средняя цена на российскую нефть сорта «Юралс» в III квартале 2013 г. относительно предыдущего квартала повысилась на 8,1% — со 102,3 до 110,6 долл. США за баррель.

Динамика цен на нефтепродукты в целом соответствовала динамике цен на нефть. В то же время цены на природный газ на европейском рынке в III квартале 2013 г. относительно предыдущего квартала понизились. На мировом рынке цветных металлов продолжилось снижение цен при ослаблении спроса и сохранении высокого уровня запасов.

В условиях слабого спроса и ожидания хороших урожаев в текущем году цены на продовольственные товары на мировом рынке

<sup>1</sup> Сводный индекс цен на товарных рынках, рассчитываемый на основе фьючерсных цен 19 биржевых товаров.

### Мировые цены на нефть сорта «Юралс» и природный газ в Европе



Источник: Reuters, World Bank.

в течение III квартала преимущественно снижались. Относительно предыдущего квартала цены понизились на все наблюдаемые FAO<sup>2</sup> товарные группы, что привело к снижению рассчитываемого FAO индекса цен на продовольствие на 5,1% после увеличения на 0,6% кварталом ранее. При этом наибольшее снижение цен отмечалось на рынках зерновых культур. В то же время цены на мясо сохранились на достаточно высоком уровне за счет роста цен на отдельные товары (свинину и мясо птицы).

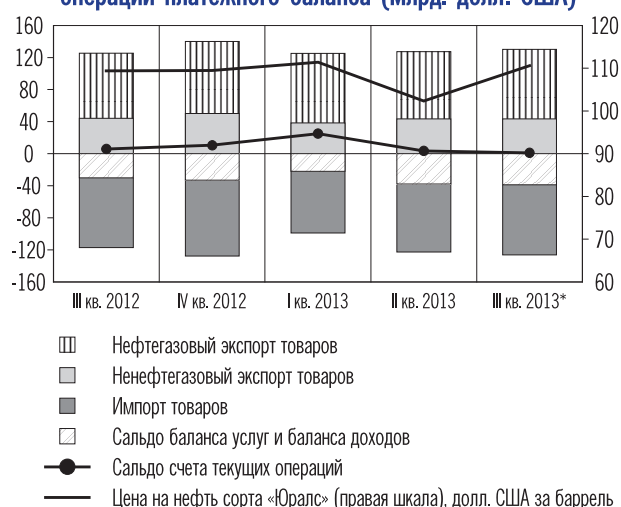
### Платежный баланс России

В III квартале 2013 г. положительное сальдо счета текущих операций снизилось до минимальной величины в ряду сопоставимых периодов с 1999 г. и составило 1,1 млрд. долл. США. Такая динамика показателя была обусловлена увеличением отрицательного сальдо балансов первичных и вторичных доходов (на 25% относительно III квартала 2012 г.) и услуг (на 30%), тогда как положительное сальдо торгового баланса возросло (на 11%).

Прирост сальдо торгового баланса был обеспечен увеличением экспорта (причем исключительно в результате прироста физического объема вывоза) при практически неизменном уровне импорта товаров. При этом наметившаяся в предыдущем квартале в условиях снижения внутреннего инвестиционного

<sup>2</sup> FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН.

### Соотношение основных компонентов счета текущих операций платежного баланса (млрд. долл. США)



\* Оценка.  
 Источник: Банк России.

### Динамика основных компонентов финансового счета платежного баланса (млрд. долл. США)



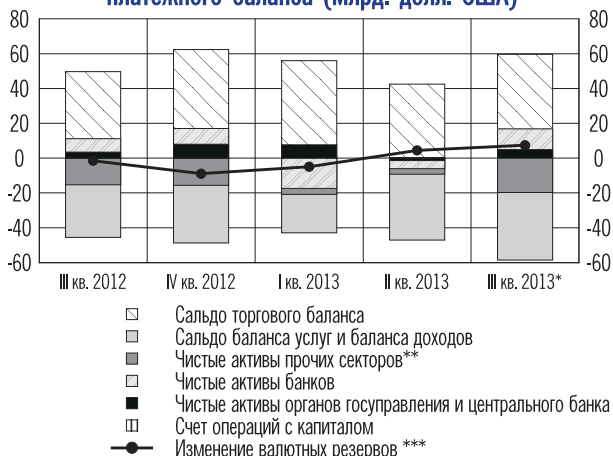
\* Оценка.  
 \*\* Чистое принятие обязательств («+» – рост, «-» – снижение).  
 \*\*\* Чистое приобретение финансовых активов («+» – рост, «-» – снижение).  
 Источник: Банк России.

спроса тенденция к постепенному сокращению физического объема импорта сохранилась.

Уменьшение притока средств по счету текущих операций сопровождалось некоторым снижением оттока по финансовому счету, отрицательное сальдо которого в III квартале 2013 г. составило 3,0 млрд. долл. США (4,0 млрд. долл. США в сопоставимый период 2012 г.). По сектору органов государственного управления в рассматриваемый период наблюдался существенный приток средств (на чистой основе 7,5 млрд. долл. США), связанный с приобретением нерезидентами еврооблигаций, выпущенных Минфином России. Происходивший в условиях ухудшения настроений международных инвесторов от-



**Динамика основных компонентов платежного баланса (млрд. долл. США)**



\* Оценка.  
 \*\* С учетом статьи чистые ошибки и пропуски.  
 \*\*\* Рост — «+», снижение — «-».  
 Примечание. Активы: «+» — рост, «-» — снижение.  
 Источник: Банк России.

ток средств нерезидентов с текущих счетов и депозитов сопровождался значительным снижением иностранных активов банковского сектора, что обусловило рост чистого ввоза капитала банками. Тем не менее увеличение иностранных активов прочих секторов привело к тому, что в целом чистый вывоз частного капитала в III квартале 2013 г. усилился и составил 12,9 млрд. долл. США (7,9 млрд. долл. США в III квартале 2012 г.)<sup>3</sup>.

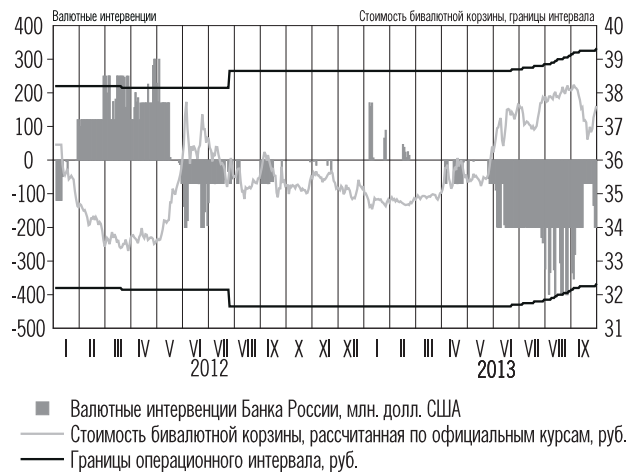
В III квартале 2013 г. за счет операций, отраженных в платежном балансе, произошло снижение валютных резервов на 7,4 млрд. долл. США. Такая их динамика была в основном обусловлена продажей иностранной валюты Банком России в целях сглаживания волатильности курса рубля (14,2 млрд. долл. США). Однако с учетом положительной величины переоценок, преимущественно курсовой, международные резервы Российской Федерации возросли на 8,8 млрд. долл. США и на 1 октября 2013 г. составили 522,6 млрд. долл. США.

## Политика валютного курса

В III квартале 2013 г. Банк России продолжал осуществлять курсовую политику в рамках режима управляемого плавающего валютного

<sup>3</sup> С учетом корректировки на сумму сделок Банка России «валютный своп» с банками-резидентами и средств на корреспондентских счетах банков-резидентов в Банке России, чистый вывоз частного капитала в III квартале 2013 г. составил 14,8 млрд. долл. США (в III квартале 2012 г. — 5,7 млрд. долл. США).

**Интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке и динамика рублевой стоимости бивалютной корзины**



Источник: Банк России.

курса, не препятствуя формированию тенденций в динамике курса рубля, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов.

Основное влияние на динамику курса национальной валюты в рассматриваемый период оказали внешние факторы. Так, в июле-августе 2013 г. продолжалось снижение склонности инвесторов к риску на мировых финансовых рынках в связи с ожиданиями сокращения объемов покупок активов ФРС США в рамках программы количественного смягчения до конца текущего года, что обусловило ослабление рубля к основным мировым валютам. Рост цен на нефть на мировых товарных рынках, вызванный усилением геополитического напряжения на Ближнем Востоке во второй половине августа 2013 г., сдерживал снижение курса национальной валюты. В дальнейшем, после объявления 18 сентября 2013 г. решения Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США отложить начало сокращения вышеуказанных стимулирующих мер на неопределенный срок, произошло укрепление к доллару США большинства валют стран с формирующимися рынками, в том числе российского рубля.

По итогам рассматриваемого периода стоимость бивалютной корзины выросла на 1,0% по сравнению с 1 июля 2013 г. и по состоянию на 1 октября 2013 г. составила 37,43 рубля. Банк России проводил операции по продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, общий объем которых

за период с 1 июля по 30 сентября 2013 г. составил 14,2 млрд. долл. США.

В соответствии с механизмом курсовой политики Банка России в июле-сентябре 2013 г. границы операционного интервала корректировались, что привело к их сдвигу на 60 коп. вверх. По состоянию на 1 октября 2013 г. нижняя и верхняя границы интервала составили 32,3 и 39,3 руб. соответственно. В целях повышения гибкости курсообразования Банк России с 9 сентября 2013 г. снизил величину накопленных интервенций, приводящих к сдвигу операционного интервала на 5 коп., с 450 до 400 млн. долл. США. Кроме того, с 1 октября 2013 г. была осуществлена корректировка механизма курсовой политики, в соответствии с которой параметры операций Банка России по покупке и продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке определяются с учетом операций Федерального казначейства по пополнению и расходованию средств суверенных фондов в иностранных валютах.

В целях дальнейшего повышения гибкости курсообразования и постепенного перехода к 2015 году к режиму плавающего валютного курса Банк России с 7 октября 2013 г. осуществил симметричное расширение «нейтрального» диапазона плавающего операционного интервала допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины, в котором не совершаются валютные интервенции, с 1,00 до 3,10 руб., сохранив при этом ширину операционного интервала неизменной. Кроме того, в целях повышения прозрачности курсовой политики Банка России и улучшения ее понимания субъектами экономики Банк России расширил состав раскрываемой информации о параметрах и действующем механизме реализации курсовой политики (данный материал представлен на сайте Банка России в подразделе «Политика валютного курса Банка России» раздела «Денежно-кредитная политика»).

## 1.2. Финансовый сектор

### Денежный рынок

Определяющее влияние на формирование конъюнктуры денежного рынка в III квартале 2013 г. оказывала ситуация с ликвидностью банковского сектора. В июле-сентябре 2013 г. за счет действия автономных факторов предложение ликвидности в банковском секторе сократилось на 785,0 млрд. руб., что привело к существенному росту потребности кредитных организаций в рефинансировании со стороны Банка России. Определяющее воздействие на ситуацию с ликвидностью оказывали потоки бюджетных средств (изъятие ликвидности в объеме 644,4 млрд. руб.<sup>1</sup>) и интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке на фоне ослабления рубля под действием внешних факторов (в объеме 467,9 млрд. руб.). Сглаживанию влияния бюджетных потоков на ликвидность банковского сектора отчасти способствовало проведение операций по размещению на депозитах кредитных организаций временно свободных средств федерального бюджета (чистый объем размещения – 274,5 млрд. руб.), а также средств Пенсионного фонда Российской Федерации (чистый объем размещения – 35 млрд. руб.). Операции с государственными ценными бумагами не оказали существенного влияния на ликвидность банковского сектора.

Изменение объема наличных денег в обращении вследствие действия сезонных факторов и общего среднесрочного замедления динамики спроса на наличные деньги в июле-сентябре 2013 г. оказало умеренное влияние на состояние ликвидности банковского сектора (приток ликвидности составил 87,0 млрд. руб.). Потребность кредитных организаций в ликвидных средствах на корреспондентских счетах в Банке России в III квартале 2013 г. практически не изменилась по сравнению с предыдущим периодом и составила в среднем 858,3 млрд. рублей.

С учетом действия указанных факторов формирования ликвидности банковского сек-

тора задолженность кредитных организаций перед Банком России по операциям рефинансирования увеличилась за III квартал с 2,3 до 3,2 трлн. рублей. Процентная ставка денежного рынка оставалась в верхней части процентного коридора Банка России. Среднеквартальное значение ставки MIACR по однократным межбанковским кредитам в рублях составило 6,14% годовых по сравнению с 6,29% в предыдущем квартале. Волатильность ставок денежного рынка оставалась умеренной. Спред между ставками, отражающими заимствования групп участников с разными кредитными рейтингами (MIACR-IG против MIACR-B), в течение большей части квартала не превышал 15 базисных пунктов, что свидетельствует о сохранении участниками рынка невысокой оценки кредитного риска по межбанковским операциям.

В III квартале 2013 г. на основных сегментах денежного рынка активность участников сохранилась на уровне, сложившемся в предыдущем квартале. В оборотах межбанковских операций по-прежнему преобладали необеспеченные кредиты (депозиты) и операции «валютный своп» при невысокой доле операций РЕПО. Как и ранее, основной объем сделок на денежном рынке приходился на операции на срок 1 день. Доля инструмен-

**Факторы формирования ликвидности банковского сектора (млрд. руб.)**



Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Без учета операций с ОФЗ, изменения депозитов Федерального казначейства и Пенсионного фонда Российской Федерации.

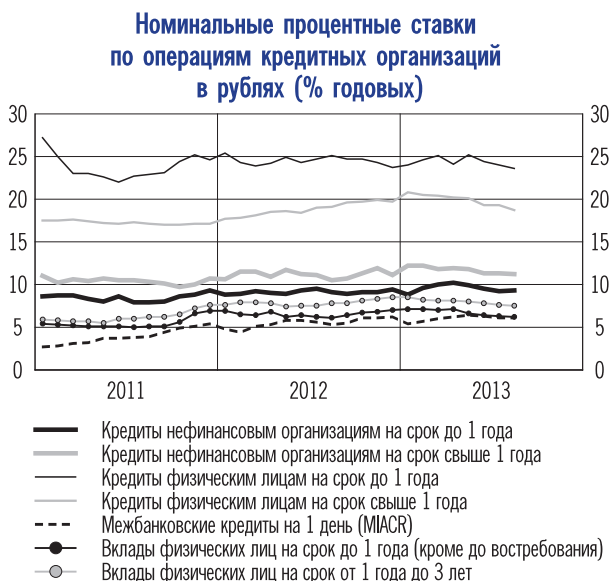


Источник: Банк России.

тов денежного рынка в активах российского банковского сектора оставалась невысокой. Объем требований по межбанковским кредитам и депозитам, размещенным на внутреннем рынке, на начало сентября 2013 г. составил 1,88 трлн. руб. (3,5% суммарных активов российских банков).

## Банковские процентные ставки и неценовые условия кредитования

В июле-августе 2013 г. продолжилось формирование тенденции к постепенному снижению процентных ставок по рублевым



Источник: Банк России.



Источник: Банк России.

кредитам нефинансовым организациям. Процентные ставки по кредитам физическим лицам в рублях, в том числе ипотечным, снижались, достигнув в августе минимального уровня с начала 2013 года. Процентные ставки по рублевым вкладам физических лиц в январе-августе 2013 г. также в основном снижались.

В III квартале 2013 г. изменения неценовых условий банковского кредитования на всех сегментах российского кредитного рынка относительно предыдущего квартала были незначительными<sup>2</sup>. Отдельные банки продолжали ужесточать требования к финансовому положению заемщиков и обеспечению по кредитам, что в первую очередь было связано с изменениями финансового состояния компаний реального сектора. Вместе с тем банки расширяли спектр кредитных продуктов, увеличивали сроки и размеры кредитов. Динамика спроса на кредит оценивалась банками как умеренная, при этом наибольший рост спроса отмечался со стороны населения, малого и среднего бизнеса. По оценкам банков, в IV квартале 2013 г. ожидается смягчение условий кредитования населения, в то вре-

<sup>2</sup> Условия банковского кредитования оцениваются по данным ежеквартального обследования кредитных организаций, проводимого Банком России. Методика оценки опубликована в «Вестнике Банка России» № 68 (1311) от 14.12.2011 (с. 11). Результаты обследования публикуются на сайте Банка России в разделе «Информационно-аналитические материалы» (подраздел «Финансовые рынки»). Также см. Глоссарий.

мя как для крупных корпоративных заемщиков условия выдачи банковских кредитов могут несколько ужесточиться.

## Банковское кредитование и денежные агрегаты

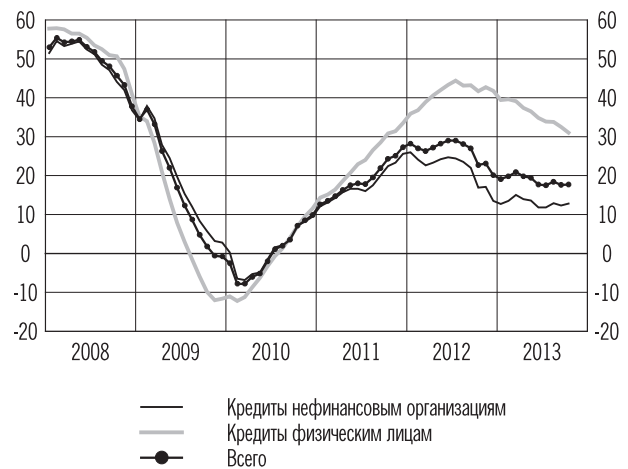
Динамика объемов кредитования в III квартале 2013 г. свидетельствует о сохранении тенденции к замедлению роста кредитования. По состоянию на 1.10.2013 годовой темп прироста суммарного объема задолженности по кредитам нефинансовым организациям и физическим лицам составил 17,7% по сравнению с 19,1% на начало 2013 года. Характерной чертой остается сохранение существенной разницы в темпах годового прироста задолженности по кредитам физическим лицам и нефинансовым организациям (31,0 и 12,8% на 1.10.2013 соответственно).

В условиях снижения инвестиционной активности и ухудшения финансового положения нефинансовые организации преимущественно наращивали портфель краткосрочных кредитов для обеспечения текущей деятельности, однако доля кредитов на срок до 1 года в структуре корпоративного кредитного портфеля по-прежнему была значительно меньше, чем кредитов на срок свыше 1 года. В отраслевой структуре корпоративного кредитования сохранилось преобладание кредитов, предоставленных организациям оптовой и розничной торговли, а также предприятиям обрабатывающей промышленности. Наиболее заметно возрос объем задолженности по кредитам строительным организациям, однако их доля в совокупном корпоративном кредитном портфеле осталась невысокой (около 8%).

Темп прироста объема задолженности по кредитам физическим лицам в III квартале 2013 г. несколько снизился, чему, в частности, способствовало ужесточение Банком России порядка их резервирования и учета при расчете норматива достаточности капитала. При этом объем розничных кредитов на срок до 1 года в III квартале увеличился больше, чем на срок свыше 1 года. Вместе с тем доля долгосрочных кредитов, в том числе ипотечных и автокредитов, составляла более 80% портфеля розничных кредитов.

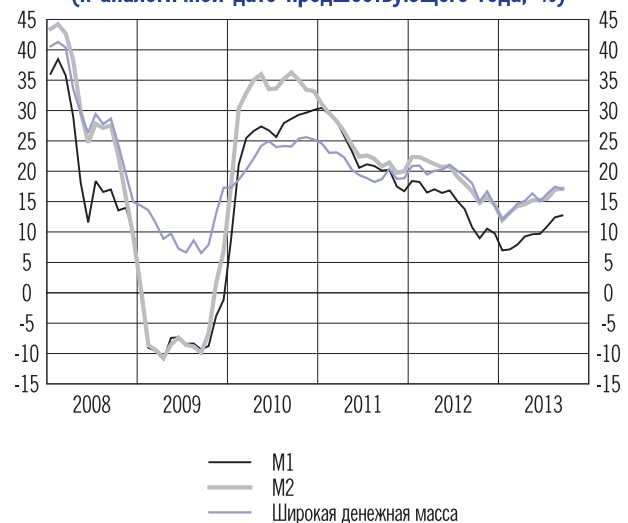
В течение большей части 2013 г. годовой темп прироста денежного агрегата M2 уве-

### Кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам в рублях и иностранной валюте (прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)



Источник: Банк России.

### Динамика денежных агрегатов (к аналогичной дате предшествующего года, %)



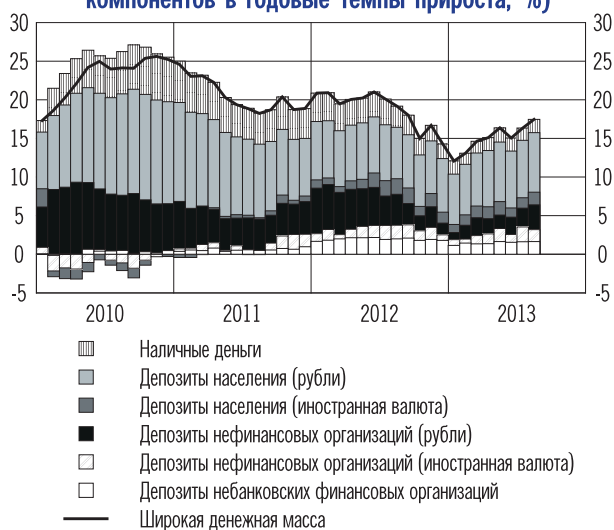
Источник: Банк России.

личивался и на 1.09.2013 составил 17,1%. В III квартале наибольший вклад в увеличение денежной массы внесли депозиты населения и нефинансовых организаций в рублях. Уровень долларизации депозитов<sup>3</sup> в течение 2013 г. не претерпел существенных изменений и на 1.09.2013 составил около 20%. Годовой темп прироста широкой денежной массы был близок к аналогичному показателю для денежного агрегата M2.

Рост кредитной активности оставался основным источником увеличения денежной массы. Повышение годовых темпов роста денежной массы было обусловлено главным образом менее значительным по сравнению

<sup>3</sup> См. Глоссарий.

### Динамика широкой денежной массы (вклад различных компонентов в годовые темпы прироста, %)



Источник: Банк России.

### Основные активы банковской системы и широкая денежная масса (годовой прирост, трлн. руб.)



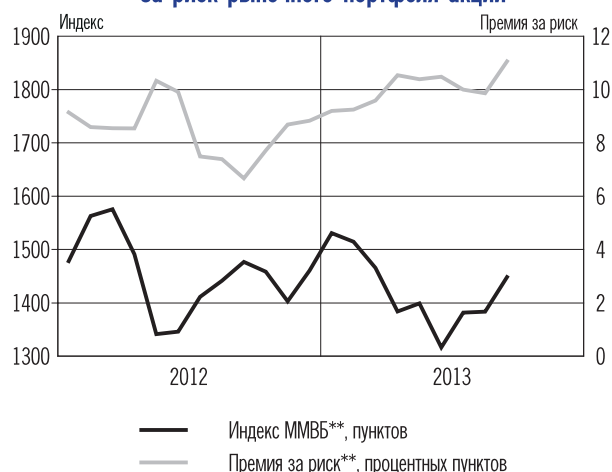
Источник: Банк России.

с предыдущим годом накоплением средств расширенного правительства на счетах в Банке России. При отсутствии существенных изменений в характере бюджетной политики можно предположить, что тенденция к повышению темпов роста денежной массы носит временный характер и в среднесрочном периоде это не будет иметь значительных макроэкономических последствий. Индикаторы инфляционных рисков не свидетельствуют о существенных угрозах ценовой стабильности со стороны монетарных факторов.

## Цены активов и долгового рынка

В III квартале 2013 г. конъюнктура основных сегментов внутреннего финансового рын-

### Динамика индекса ММВБ и премии за риск рыночного портфеля акций\*



\* Портфель акций, входящих в базу расчета индекса ММВБ

\*\* Средний показатель за месяц

Источник: Московская Биржа, Bloomberg, расчеты Банка России.

### Доходность рублевых облигаций на внутреннем рынке (% годовых)



Источник: Сбондс.ру, Московская Биржа.

ка определялась изменениями настроений инвесторов на глобальном рынке капитала, их интереса к рублевым активам и решениями Банка России в области процентной политики.

Волатильность российских ценовых индексов акций несколько уменьшилась по сравнению со II кварталом 2013 года. На вторичном рынке акций в июле и сентябре наблюдался приток капитала иностранных инвесторов. Премия за риск рыночного портфеля российских акций<sup>4</sup> изменилась незначительно по сравнению с предыдущим кварталом. На конец сентября индексы ММВБ и РТС повысились (на 9,9 и 11,5% соответственно) по сравнению с концом июня.

<sup>4</sup> См. Глоссарий.

На внутреннем рынке облигаций в III квартале наблюдалось некоторое снижение доходностей. На конец сентября 2013 г. доходность ОФЗ понизилась относительно конца июня 2013 г. на 25 базисных пунктов, до 7,3% годовых, доходность корпоративных облигаций – на 30 базисных пунктов, до 8,0% годовых. При этом колебания настроений на мировых финансовых рынках в большей мере оказывали влияние на динамику показателей рынка ОФЗ, нежели чем на динамику показателей рынка корпоративных облигаций, обусловив большую волатильность первых в силу более значительной доли иностранных инвесторов в данном сегменте.

Поддержку спросу на долговые инструменты оказывала возможность их исполь-

зования в операциях рефинансирования с Банком России<sup>5</sup>. Кредитные организации сохраняли в своих портфелях значительный объем облигаций, входящих в Ломбардный список Банка России (более 4 трлн. руб.). Объем реализованных эмитентами на первичном рынке ценных бумаг в III квартале сократился по сравнению со II кварталом: на рынке ОФЗ на 5% (до 168,4 млрд. руб. по номиналу), на рынке корпоративных облигаций – на 6% (до 334,6 млрд. руб. по номиналу). На вторичном рынке в III квартале по сравнению со II кварталом объем операций с ОФЗ сократился на 36%, до 1,2 трлн. руб., с корпоративными облигациями – возрос на 2%, до 1,6 трлн. руб. по фактической стоимости.

<sup>5</sup> В сентябре 2013 г. более двух третей выпусков облигаций, торгуемых на Московской Бирже, входило в Ломбардный список Банка России.

## I.3. Внутренние экономические условия

### Реальный сектор

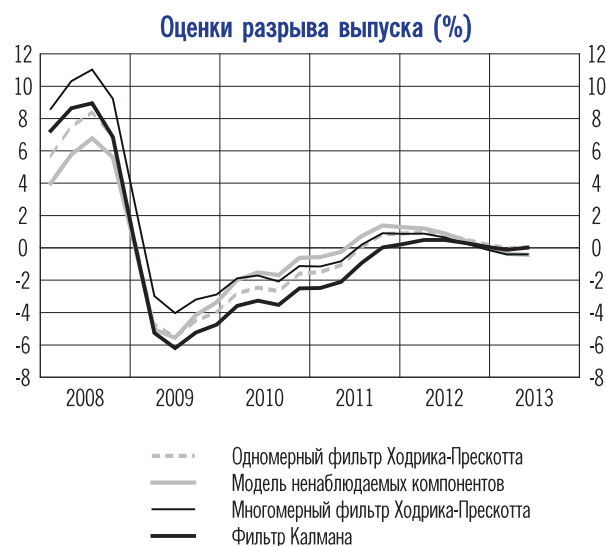
Динамика основных макроэкономических показателей свидетельствует о сохранении низкой экономической активности. По оценкам Банка России, под воздействием слабого внешнего спроса и замедляющегося внутреннего спроса во II–III кварталах 2013 г. сформировался небольшой отрицательный разрыв выпуска<sup>1</sup> при снижении годового темпа прироста потенциального выпуска до 2%.

Темпы роста ВВП во II квартале 2013 г. снизились до 1,2% к соответствующему периоду предыдущего года (с 1,6% кварталом ранее), что в первую очередь было обусловлено сокращением объема производства в обрабатывающих отраслях и строительстве. Кроме того, произошло замедление роста выпуска по таким видам экономической деятельности, как операции с недвижимым имуществом, финансовая деятельность, оптовая и розничная торговля, которые, как и в предыдущем квартале, внесли основной вклад в рост ВВП.

Наряду с ухудшением динамики производственной активности во II квартале текущего года наблюдалось сокращение инвестиций в основной капитал, что нашло отражение в формировании отрицательного вклада валового накопления основного капитала в рост ВВП по компонентам использования. Наиболее значительные темпы сокращения инвестиций отмечаются в топливно-энергетическом комплексе и в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды (на долю которых приходится около трети всех инвестиций крупных и средних организаций), что в определенной степени обусловлено завершением ряда крупных проектов и неопределенностью, связанной с возможностью реализации новых инвестиционных программ. Также значительный отрицательный вклад в рост ВВП, как и кварталом ранее, внесло сокращение запасов материальных оборотных средств на фоне ухудшения ожиданий производителей относительно динамики спроса.

<sup>1</sup> Подробнее о методике оценки показателя см. врезку «О показателе разрыва выпуска» в Докладе о денежно-кредитной политике №1.

Основным источником экономического роста оставалась потребительская активность, несмотря на некоторое замедление роста расходов домашних хозяйств на конечное потребление в указанный период. Кроме того, положительный вклад в рост выпуска внес чистый экспорт, что было связано как с ростом экспорта, так и с замедлением роста физических объемов импорта на фоне сокращения внутреннего инвестиционного спроса и ослабления рубля.



\* Подходы различаются набором используемых при оценке разрыва выпуска индикаторов и структурными предположениями.  
 Источник: расчеты Банка России.

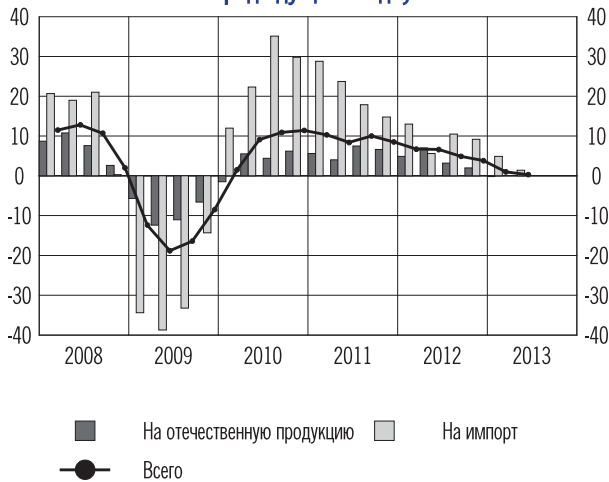
### Структура прироста ВВП по элементам использования (процентных пунктов)



Источник: расчеты Банка России, Росстат.



**Внутренний спрос**  
(прирост в % к соответствующему кварталу  
предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России, Росстат.

**Промышленное производство по видам деятельности**  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)



Источник: Росстат.

Макроэкономические индикаторы за июль-сентябрь 2013 г. указывали на сохранение низких темпов роста российской экономики. В августе четвертый месяц подряд наблюдалось снижение выпуска в обрабатывающих отраслях при неустойчивой динамике объема промышленного производства в целом. Загрузка факторов производства несколько снизилась, но оставалась на высоком уровне, что указывает на ограниченные возможности наращивания объемов выпуска товаров и услуг в краткосрочной перспективе. В этих условиях продолжилось ухудшение настроений производителей в добывающих и обрабатывающих производствах. По мнению руководителей

предприятий, среди факторов, сдерживающих рост выпуска, преобладали высокий уровень налогообложения, недостаточный спрос на продукцию предприятий на внутреннем рынке (в обрабатывающих производствах) и на внешнем рынке (в добывающих производствах).

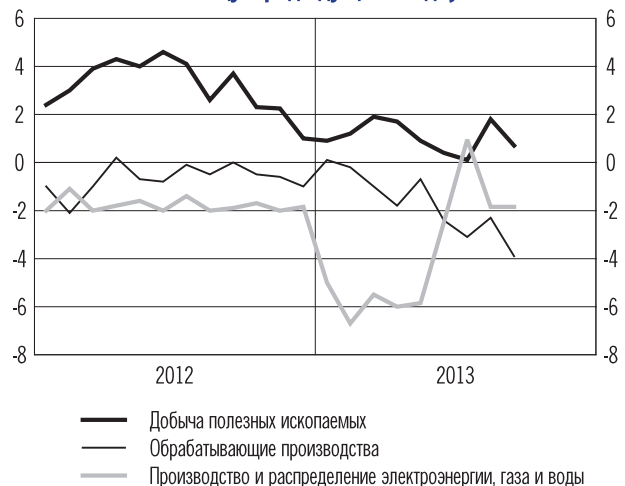
В условиях сохранения высокой неопределенности дальнейшего развития экономической ситуации, а также ухудшения финансовых результатов деятельности предприятий (особенно в обрабатывающих производствах и торговле) в июле-августе не наблюдалось заметного улучшения динамики инвестиций в основной капитал. Деловая активность

**Прирост промышленного производства и загрузка производственных мощностей (%)**



Источник: Росстат, расчеты Банка России, Российский экономический барометр.

**Индексы предпринимательской уверенности по видам деятельности (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



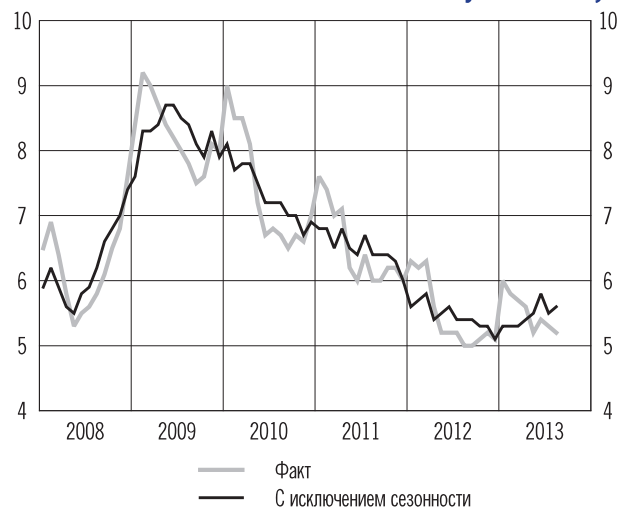
Источник: Росстат.

**Инвестиции в основной капитал и объем строительных работ (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



Источник: Росстат.

**Уровень безработицы (численность безработных по МОТ в % к экономически активному населению)**



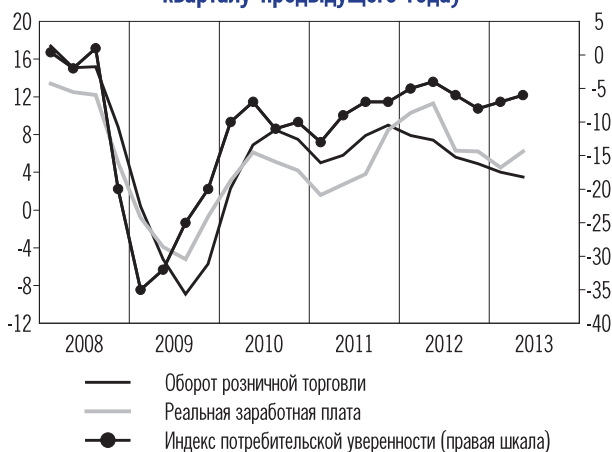
Источник: расчеты Банка России, Росстат.

в строительстве также оставалась низкой, что, по данным обследования деловой активности строительных организаций, было обусловлено, в частности, высоким уровнем налогов и неплатежеспособностью заказчиков.

Несмотря на сохранение слабой экономической активности, загрузка рабочей силы оставалась высокой в условиях отсутствия роста численности экономически активного населения. После роста уровня безработицы (с исключением сезонного фактора), отмеченного во II квартале 2013 г., в июле-августе наблюдалось его некоторое снижение. В то же время в июле-августе произошло некоторое ускорение роста реальных заработных плат.

Стабильная ситуация на рынке труда, а также сохранение относительно высоких годовых темпов роста розничного кредитования в июле-августе 2013 г. способствовали повышению годовых темпов роста оборота розничной торговли. Кроме того, в указанный период наблюдалось увеличение среднемесячных темпов роста расходов населения на потребление в реальном выражении (с исключением сезонного фактора) по сравнению с апрелем-июнем 2013 года. Несмотря на некоторое улучшение показателей потребительской активности, индекс потребительской уверенности несколько снизился в III квартале после роста в первом полугодии 2013 года.

**Динамика реального оборота розничной торговли, реальной заработной платы и настроений потребителей (прирост в % к соответствующему кварталу предыдущего года)**



Источник: Росстат.

## Бюджетная политика

В соответствии с данными Казначейства России, по итогам исполнения бюджета расширенного правительства в январе-июле 2013 г. расходы составили 34,8% ВВП, непроцентные расходы – 34,1% ВВП. По отношению к аналогичному периоду 2012 г. превышение в каждом случае составило 0,3% ВВП. Данная динамика объясняется улучшением равномерности расходования средств в течение года.

На фоне снижения доходной части бюджета профицит бюджета расширенного правительства в январе-июле 2013 г. снизился на 2,1 процентного пункта ВВП относительно января-июля 2012 г. и составил 2,0% ВВП. Ненфтегазовый первичный дефицит вырос на 1,0 процентного пункта ВВП, до 7,2% ВВП.

Ожидается, что по итогам 2013 года бюджет расширенного правительства будет исполнен с дефицитом 1,0–1,5% ВВП, в отличие от 2012 года, по итогам которого сложился профицит. Данная динамика объясняется прогнозируемым снижением как нефтегазовых, так и ненефтегазовых доходов бюджета, в то время как расходная часть бюджета предполагается на уровне 2012 года. Величина структурного ненефтегазового первичного дефицита в 2013 году, согласно расчетам, возрастет относительно 2012 года (рост предположительно составит 0,5–1,0 процентного пункта до 10,0–10,5% ВВП). Таким образом, со стороны сектора государственного управ-

ления в 2013 году возможно некоторое положительное воздействие на рост совокупного спроса. Кроме того, на фоне предполагаемого формирования в 2013 году небольшого отрицательного разрыва выпуска смягчение бюджетной политики отражает ее контрциклический характер<sup>2</sup>.

Оценки устойчивости государственных финансов, рассчитанные с использованием индикатора фискального стресса<sup>3</sup>, позволяют сделать вывод о сохранении в краткосрочной перспективе высокого уровня устойчивости системы государственных финансов России, несмотря на возможное небольшое увеличение рисков в бюджетной сфере в 2013 году.

<sup>2</sup> См. Глоссарий. Подробнее также см. Vlasov S. *Russian fiscal framework: Past, present and future. Do we need a change?* BOFIT Online 2011, No. 5.

<sup>3</sup> См. Глоссарий.

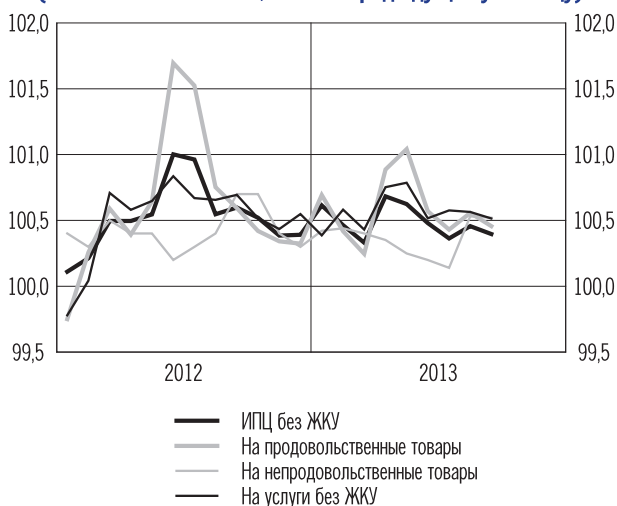
## I.4. Инфляция

В III квартале 2013 г. годовой темп инфляции продолжил снижаться и в сентябре достиг минимального с начала года значения – 6,1%, приблизившись к верхней границе целевого диапазона, установленного «Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов» на уровне 5–6% на 2013 год. Наибольший вклад в замедление годовой потребительской инфляции продолжила вносить динамика цен продовольственных товаров, что, в частности, происходило за счет благоприятного действия эффекта базы прошлого года.

Прирост индекса потребительских цен в целом за III квартал был ниже показателя предыдущего квартала, при этом месячные темпы прироста потребительских цен без учета цен на жилищно-коммунальные услуги<sup>1</sup> (ЖКУ) в июле-сентябре демонстриро-

вали стабильную динамику, оставаясь ниже среднего уровня II квартала. Эффект реализованной с 1 июля 2013 г. индексации регулируемых цен и тарифов на услуги организаций инфраструктурных видов деятельности внес заметный вклад в рост общего уровня потребительских цен. В то же время в сентябре 2013 г. годовой прирост цен на указанные услуги снизился, что было обусловлено различием в графиках индексации регулируемых

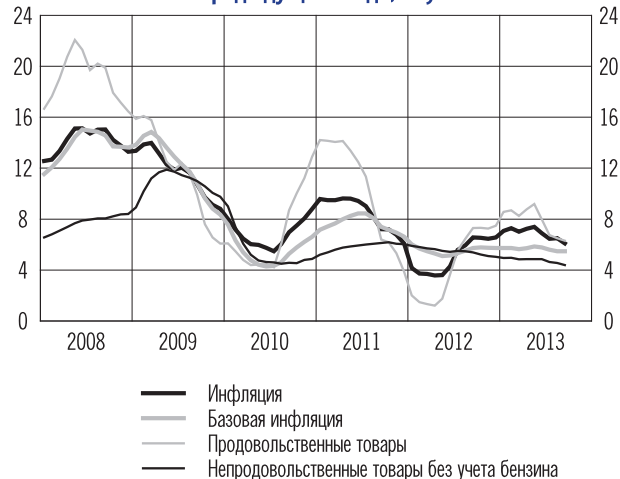
**Индексы цен**  
(сезонно сглаженные, в % к предыдущему месяцу)



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

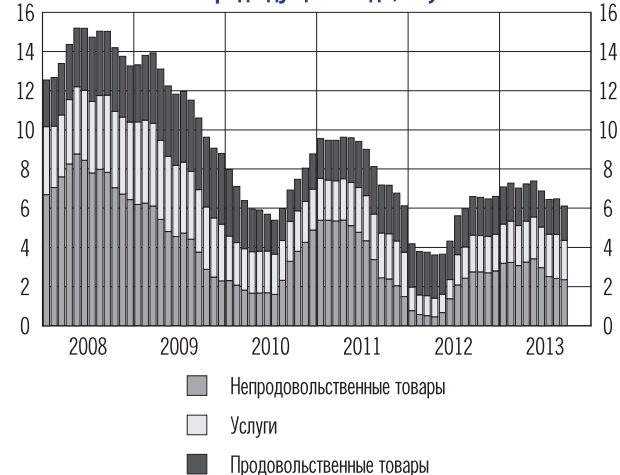
<sup>1</sup> Здесь и далее в разделе рассматриваются темпы прироста цен за месяц по отношению к предыдущему месяцу, сезонно сглаженные значения. Отчетные данные Росстата приведены в таблицах 1, 2 Приложения. Изменение срока ежегодной индексации цен и тарифов на ЖКУ, произошедшее в прошлом году, не позволяет корректно устранить сезонность из рядов инфляции и темпов прироста цен на услуги, ввиду чего показатель роста цен без учета этого компонента потребительской корзины может считаться более репрезентативным.

**Динамика цен на потребительские товары и услуги (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)**



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

**Вклад в инфляцию**  
(месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

цен и тарифов в 2012 и 2013 годах. В течение III квартала 2013 г. наблюдалось замедление роста цен на продовольствие на фоне поступления позитивных данных относительно текущих и прогнозируемых результатов сбора урожая основных сельскохозяйственных культур. Темпы роста цен на непродовольственные товары в целом в III квартале изменились незначительно, при этом уровень инфляции непродовольственных товаров без учета бензина снизился.

В целом наблюдавшаяся ценовая динамика отражала сохранение нейтрального вли-

яния общеэкономических факторов на инфляцию. Сохранение небольшого отрицательного разрыва выпуска оказывало некоторое сдерживающее влияние на динамику инфляции. При этом в динамике инфляционных ожиданий субъектов экономики отсутствовали существенные изменения. В этих условиях проинфляционный эффект произошедшего во II–III кварталах 2013 г. ослабления рубля, который переносился прежде всего на цены на непродовольственные товары и услуги, в том числе в сфере туризма, оставался ограниченным.

## II. Перспективы развития экономической ситуации и оценка рисков

### II.1. Перспективы развития экономической ситуации

В период до конца 2013 г. и в 2014 г. слабый внешний спрос продолжит оказывать сдерживающее воздействие на темпы роста российской экономики, но в среднесрочной перспективе его негативное влияние будет постепенно уменьшаться. Несмотря на некоторое повышение прогнозируемых темпов экономического роста в еврозоне (крупнейшем консолидированном торговом партнере России), по-прежнему ожидается сохранение в среднесрочной перспективе отрицательного разрыва выпуска в регионе<sup>1</sup>.

Кроме того, прогнозируемые низкие темпы роста мировой экономики и высокий уровень мировых запасов многих промышленных товаров, а также отсутствие предпосылок для роста цен на нефть ограничивают потенциал роста цен на основные товары российского экспорта. В связи с этим, как и ранее, ожидается сохранение цен на нефть вблизи текущих значений, в интервале 95–105 долл. США за баррель в течение последующих трех лет.

Низкий уровень деловой активности, как ожидается, обусловит сохранение стимулирующей денежно-кредитной политики зарубежными центральными банками. Согласно консенсус-прогнозам, ставки денежно-кредитной политики в еврозоне и США останутся на рекордно низких уровнях до конца 2014 года. При этом заметного проинфляционного эффекта от сохранения стимулирующей политики в странах – основных торговых партнерах России не ожидается.

В III квартале 2013 г. фактический уровень зарубежной инфляции оказался ниже, чем ранее предполагалось. Консенсус-прогнозы данного показателя на конец 2013 г. также были снижены. Таким образом, по-прежнему есть основания предполагать, что при отсутствии дополнительных ценовых шоков на мировых

рынках и факторов существенного изменения курса рубля повышательное давление на потребительские цены в России со стороны импортируемой инфляции останется незначительным.

Объем ВВП по сравнению с соответствующим кварталом предыдущего года в III квартале 2013 г. может увеличиться на 1,5–1,8%, в IV квартале – на 1,8–2,2%. Ускорение роста ВВП во многом будет обусловлено значительным положительным вкладом сельского хозяйства.

Ожидается сохранение умеренного отрицательного разрыва выпуска в течение 2014 г., чему будет способствовать ряд факторов. Прежде всего, это слабый внешний спрос и отсутствие улучшения условий торговли, связанное с отсутствием предпосылок к росту цен на нефть. При этом наблюдавшиеся в III квартале 2013 г. ослабление рубля и повышение цен на нефть позволяют предположить, что величина отрицательного разрыва выпуска может оказаться меньше, чем ранее предполагалось. В дальнейшем ожидается сокращение разрыва выпуска. При этом значительное ускорение темпов экономического роста в среднесрочной перспективе не прогнозируется. Текущие оценки потенциального выпуска указывают на то, что при имеющихся структурных ограничениях темпы его роста в годовом выражении в среднесрочной перспективе могут сохраняться на уровне около 2,0–2,5% (см. врезку «Об оценках темпов роста потенциального выпуска в России»).

В краткосрочной перспективе основным фактором снижения инфляции останется динамика продовольственных цен, обусловленная хорошим урожаем текущего года как в России, так и в остальном мире. С учетом постепенного снижения базовой инфляции можно говорить о высокой вероятности того, что в отсутствие дополнительных шоков на продо-

<sup>1</sup> По оценкам Еврокомиссии и МВФ, разрыв выпуска останется в отрицательной области до конца 2016 года.

### Об оценках темпов роста потенциального выпуска в России

Одним из методов, применяемых Банком России для оценивания темпов роста потенциального выпуска<sup>1</sup>, является многомерный структурный фильтр с использованием широкого набора индикаторов, характеризующих экономическую активность, монетарные условия и состояние внешнего сектора. Согласно текущим оценкам, потенциальные темпы роста составляют около 2,0–2,5%. Сходную методику оценивания, однако с другим набором структурных предпосылок, применяют, в частности, специалисты МВФ. Оценки МВФ потенциального роста для России содержатся в исследовании причин замедления темпов экономического роста в странах БРИКС в период с 2011 по 2013 г., опубликованном в докладе *World Economic Outlook* за октябрь 2013 года. Расчеты МВФ соответствуют результатам, полученным Банком России, и указывают на снижение темпов роста потенциального выпуска в России в 2013 году.

Специалисты МВФ приходят к выводу, что наблюдаемое в России замедление роста совокупного выпуска объясняется как циклическими, так и структурными факторами (замедлением темпов роста потенциального выпуска), такими как недостаточно развитая инфраструктура, неблагоприятный инвестиционный климат, низкая степень диверсификации экономики. При этом более важными, по мнению специалистов МВФ, являются циклические факторы, в числе которых можно выделить ухудшение конъюнктуры рынка сырьевых товаров, сворачивание программ монетарного и фискального стимулирования экономики и снижение мирового спроса на экспортируемые Россией товары. Таким образом, прекращение роста цен на нефть является, по логике данного исследования, преимущественно циклическим фактором, в то время как в Банке России оно рассматривается также и как фундаментальный фактор, ограничивающий рост потенциального выпуска.

<sup>1</sup> Под потенциальным выпуском понимается уровень выпуска, соответствующий стабильной инфляции (см. также Глоссарий). Это определение может отличаться от используемых в других работах. Подробнее об оценке темпов роста потенциального выпуска в Банке России см. врезку «О показателе разрыва выпуска» в Докладе о денежно-кредитной политике №1.

вольственном рынке до конца текущего года инфляция будет находиться в целевом диапазоне (5–6%). Риски превышения этого диапазона в настоящее время не являются значительными. В 2014 г. тенденция к снижению инфляции сохранится.

В среднесрочной перспективе денежно-кредитная политика будет направлена на обеспечение последовательного снижения инфляции до целевых значений (5,0% в 2014 г., 4,5% в 2015 г., 4,0% в 2016 г.). В первой половине 2013 г. одним из основных факторов, указывающих на нецелесообразность смягчения направленности денежно-кредитной политики, оставался уровень инфляционных ожиданий. В дальнейшем закреплению тенденции к замедлению инфляции должно способствовать снижение инфляционных ожиданий. Результаты опросов населения по-

казывают, что в III квартале 2013 г. наблюдалось некоторое ухудшение потребительских настроений и отсутствие существенных изменений краткосрочных инфляционных ожиданий<sup>2</sup>. Расчеты по данным финансового рынка свидетельствуют о том, что краткосрочные инфляционные ожидания его участников постепенно снижаются, однако остаются пока на повышенном уровне. Консенсус-прогноз инфляции на 2013 год агентства Reuters по итогам опроса экспертов в конце сентября – начале октября был понижен до 5,8% (с 6,0% в июне), агентства Interfax – до 6,1% (с 6,2% в июне).

В дальнейшем при условии формирования более выраженных позитивных тенденций в динамике инфляционных ожиданий возможно постепенное снижение степени жесткости процентной политики.

<sup>2</sup> См. материал «Инфляционные ожидания населения» в разделе «Денежно-кредитная политика» на официальном сайте Банка России.

## II.2. Оценка рисков

Среднесрочный прогноз инфляции, учитывающий лаги воздействия денежно-кредитной политики на экономические процессы, играет ключевую роль при принятии Банком России решений о направленности политики. В настоящее время Банк России видит ряд рисков, реализация которых может привести к отклонениям прогнозируемой инфляции от цели и к формированию дисбалансов в макроэкономической и финансовой сферах, что может повлиять на направленность денежно-кредитной политики в будущем. В случае отклонения инфляции от целевого уровня необходимость реакции со стороны денежно-кредитной политики будет оцениваться с учетом природы шока, рисков распространения его на инфляционные ожидания, а также среднесрочных прогнозов по инфляции.

В настоящее время основная неопределенность сохраняется в отношении компонентов инфляции, динамика которых формируется прежде всего под воздействием немонетарных факторов. Хороший урожай текущего года не дает оснований говорить о дополнительных инфляционных рисках со стороны продовольственной инфляции в ближайшем полугодии. В то же время складывающаяся вследствие неблагоприятных погодных условий ситуация с севом озимых может негативно отразиться на урожае и ценах на продовольственные товары в будущем году<sup>1</sup>. По оценкам, повышение инфляции в случае реализации данного риска и связанное с этим возможное отклонение от целевого показателя останутся в пределах установленного диапазона допустимых отклонений инфляции от целевого уровня (1,5 процентного пункта вверх и вниз). С учетом краткосрочного характера такого шока

со стороны предложения рост инфляции повлечет за собой ответные меры со стороны денежно-кредитной политики только в случае, если этот рост приведет к увеличению среднесрочных инфляционных ожиданий.

Сохраняется некоторая неопределенность относительно масштаба влияния изменений тарифной политики на инфляцию. С одной стороны, принятие решения об индексации регулируемых цен и тарифов для населения в 2014 г. на величину инфляции за предыдущий год с понижающим коэффициентом 0,7 приведет к существенному сокращению прямого вклада в потребительскую инфляцию регулируемых цен и тарифов. С другой стороны, помимо прямого воздействия изменений в тарифной политике на регулируемые цены возможны вторичные эффекты, которые могут возникнуть в динамике цен прочих компонентов инфляции и обменного курса.

В качестве источника риска дальнейшего замедления экономического роста в среднесрочной перспективе Банк России рассматривает сохранение низкой инвестиционной активности в условиях повышенной экономической неопределенности. Сохранение этой ситуации может ограничить потенциал экономики в долгосрочной перспективе, создавая предпосылки к замедлению роста, не сопровождающемуся усилением понижательного давления на инфляцию. В случае реализации подобного риска смягчение денежно-кредитной политики для восстановления деловой активности окажется неэффективным, так как будет иметь краткосрочный эффект, может обусловить повышение волатильности выпуска и инфляции и не обеспечит основу для стабильного долгосрочного роста.

<sup>1</sup> По данным Минсельхоза России, по состоянию на 30.09.2013 было посеяно почти на треть меньше озимых, чем на сопоставимую дату прошлого года.



## III. Реализация денежно-кредитной политики Банка России

### III.1. Ключевые решения в области денежно-кредитной политики

Исходя из комплексного анализа текущих экономических тенденций, оценки перспектив экономического роста и рисков отклонения инфляции от целевого уровня, Банк России в августе-октябре 2013 г. не изменял направленность денежно-кредитной политики, сохранив уровень процентных ставок по основным инструментам процентной политики.

Динамика основных макроэкономических индикаторов указывала на сохранение низких темпов роста российской экономики и небольшого отрицательного разрыва выпуска. По оценкам Банка России, в среднесрочной перспективе основным источником экономического роста по-прежнему будет оставаться потребительская активность, поддерживаемая замедлением инфляции и динамикой розничного кредитования. В то же время сдерживающее влияние на рост российской экономики продолжат оказывать низкая инвестиционная активность и медленное восстановление внешнего спроса. При этом существенного углубления отрицательного разрыва выпуска не ожидается.

В III квартале 2013 г. годовой темп прироста потребительских цен оставался выше верхней границы целевого диапазона и составил 6,1% в сентябре. Вместе с тем в его динами-

ке преобладала тенденция к снижению, что было обусловлено в первую очередь замедлением роста цен на продовольственные товары. Снижению темпов инфляции также способствовало отсутствие выраженного инфляционного давления со стороны спроса в условиях нахождения совокупного выпуска несколько ниже потенциального уровня.

По оценкам Банка России, при сохранении текущих макроэкономических тенденций и с учетом улучшения ситуации на продовольственном рынке ввиду благоприятных данных по сбору урожая основных сельскохозяйственных культур инфляция будет замедляться в 2013 г., оставаясь в рамках целевого диапазона, а также продолжит снижение в 2014 году. Вместе с тем для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе необходимо формирование более выраженных позитивных тенденций в динамике инфляционных ожиданий.

В этих условиях в целях обеспечения баланса инфляционных рисков и рисков замедления экономического роста в среднесрочной перспективе Банк России в августе-октябре 2013 г. сохранял неизменную направленность денежно-кредитной политики.

## III.2. Изменения в системе инструментов и иные меры денежно-кредитной политики

Для эффективного управления процентными ставками денежного рынка и успешной реализации денежно-кредитной политики необходима действенная и понятная для участников рынка система инструментов процентной политики Банка России. В связи с этим в сентябре 2013 г. Банк России принял ряд решений по совершенствованию системы инструментов денежно-кредитной политики: ввел ключевую ставку, завершил формирование границ процентного коридора, а также принял ряд других решений, направленных на усиление действенности процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Решением Совета директоров Банка России с 16 сентября 2013 г. максимальная процентная ставка по депозитным операциям на аукционной основе на срок 1 неделя была установлена на уровне минимальной процентной ставки по операциям предоставления ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя. Единая процентная ставка по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя была объявлена ключевой ставкой Банка России – основным индикатором проводимой денежно-кредитной политики. При этом к 1 января 2016 г. Банк России планирует скорректировать ставку рефинансирования до уровня ключевой ставки, а до указанной даты она будет иметь второстепенное значение. Данное время необходимо для обеспечения возможности внесения изменений в нормативно-правовые акты и договоры субъектов экономики, в которых используется ставка рефинансирования.

Совет директоров Банка России также принял решение о снижении процентной ставки по кредитам «овернайт» и по однодневным кредитам, обеспеченным нерыночными активами или поручительствами, до уровня процентной ставки по иным операциям предоставления ликвидности постоянного действия на срок 1 день. Данным решением было завершено формирование границ процентного коридора Банка России, образованных ставками по операциям Банка России постоянно-

го действия по абсорбированию и предоставлению ликвидности на срок 1 день. Границы процентного коридора симметричны относительно ключевой ставки Банка России и в случае ее изменения будут автоматически сдвигаться на аналогичную величину. Ширина процентного коридора составляет 2 процентных пункта и, по оценкам Банка России, является оптимальной для ограничения волатильности процентных ставок денежного рынка при сохранении стимулов к перераспределению средств на межбанковском рынке.

Учитывая прогнозируемое увеличение спроса на операции рефинансирования в среднесрочной перспективе, Совет директоров Банка России принял решение дополнить систему инструментов Банка России аукционами по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, по плавающей процентной ставке на срок 3 месяца. Данные операции будут проводиться на регулярной основе (ежеквартально). В качестве плавающего компонента при расчете их стоимости будет применяться значение ключевой ставки Банка России, при этом минимальный спред к ее уровню был установлен в размере 0,25 процентного пункта. Проведение кредитных аукционов по плавающей ставке на срок 3 месяца позволит кредитным организациям использовать более широкий круг обеспечения<sup>1</sup>, чем по кредитным аукционам по плавающей ставке на срок 12 месяцев, что будет способствовать частичному высвобождению рыночного обеспечения, полученного Банком России по операциям предоставления ликвидности, и улучшению функционирования денежного рынка. Кроме того, проведение кредитных аукционов по плавающей ставке позволит повысить четкость сигнала процентной политики за счет того, что изменение ключевой ставки Банка России будет транслироваться в изменение стоимости средств, ранее выданных Банком России кредитным организациям.

<sup>1</sup> Кредитные организации смогут использовать векселя и кредитные требования со сроком менее 12 месяцев, которые составляют существенную долю в активах банков.

**Процентные ставки по основным операциям Банка России  
(% годовых)**

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Ставка с:	
				11.06.2013	16.09.2013
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Кредиты «овернайт»	1 день	8,25	6,50
		РЕПО, сделки «валютный своп» (рублевая часть), ломбардные кредиты, кредиты, обеспеченные золотом	1 день	6,50	
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	1 день	6,75	
	Операции на аукционной основе (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	—	5,75*
Абсорбирование ликвидности	Операции на аукционной основе (максимальные процентные ставки)	Аукционы РЕПО	1 день, 1 неделя	5,50	5,50
		Депозитные аукционы	1 неделя	5,00	
	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Депозитные операции	1 день, до востребования	4,50	4,50
<b>Справочно:</b>					
Ставка рефинансирования				8,25	8,25

\* Плавающая процентная ставка, привязанная к уровню ключевой ставки Банка России.

В сентябре 2013 г. Совет директоров Банка России также объявил о ряде предстоящих изменений в системе инструментов денежно-кредитной политики. В частности, с 1 февраля 2014 г. Банк России прекратит проведение на ежедневной основе аукционов РЕПО на срок 1 день. Основными операциями Банка России по управлению ликвидностью останутся аукционы РЕПО на срок 1 неделя. Это будет способствовать более активному перераспределению средств на межбанковском рынке и повышению эффективности управления собственной ликвидностью кредитными организациями. При этом в качестве инструментов «тонкой настройки» Банк России будет использовать операции РЕПО на аукционной основе на сроки от 1 до 6 дней. Решения о проведении данных операций будут оперативно приниматься Банком России в случае

возникновения необходимости компенсации существенных изменений уровня ликвидности банковского сектора вследствие действия автономных факторов или изменения спроса кредитных организаций на ликвидность. С указанной даты также будет приостановлено проведение всех операций постоянного действия на сроки свыше 1 дня, ломбардных аукционов на все сроки и аукционов РЕПО на сроки 3 и 12 месяцев. При этом на нерегулярной основе возможно проведение аукционов по предоставлению кредитов Банка России, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами, на срок 12 месяцев.

Сформированная в результате вышеуказанных изменений система процентных инструментов будет являться основой операционной процедуры Банка России.

### III.3. Операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора

Ключевым элементом реализации денежно-кредитной политики Банка России является проведение операций по регулированию ликвидности банковского сектора. Банк России поддерживает совокупный объем банковской ликвидности на уровне, обеспечивающем выполнение нормативов обязательных резервов, удовлетворение платежных потребностей кредитных организаций и их спроса на ликвидные средства исходя из мотива предосторожности. Процесс управления ликвидностью банковского сектора преимущественно за счет проведения операций на открытом рынке помимо обеспечения нормальной работы денежного рынка, а также бесперебойного осуществления расчетов и платежей направлен на поддержание однодневных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

В III квартале 2013 г. наблюдался существенный рост спроса кредитных организаций на операции рефинансирования Банка России, при этом объемы операций абсорбирования ликвидности оставались незначительными. Валовой кредит Банка России за рассматриваемый период увеличился на 0,9 трлн. руб., до 3,2 трлн. рублей<sup>1</sup>.

Основными операциями Банка России по предоставлению ликвидности по-прежнему оставались операции РЕПО на аукционной основе. Средняя задолженность по данным операциям за июль-сентябрь 2013 г. увеличилась на 0,3 трлн. руб., а ее максимальный уровень достигал 2,6 трлн. рублей.

В качестве основного источника привлечения ликвидности со стороны Банка России кредитные организации продолжили использовать аукционы РЕПО на срок 1 неделя. Средний объем предоставления средств по данному инструменту в III квартале 2013 г. составил 1,8 трлн. руб., увеличившись на 0,4 трлн. руб. по сравнению с предыдущим кварталом. В то же время средний объем средств, предоставляемых Банком России посред-

ством аукционов РЕПО на срок 1 день, снизился на 60,1 млрд. руб. по сравнению с предыдущим кварталом и составил 256,9 млрд. рублей.

Спрос со стороны кредитных организаций на операции РЕПО на аукционной основе на более длительные сроки по-прежнему сохранялся на невысоком уровне. К концу III квартала 2013 г. задолженность кредитных организаций по операциям РЕПО на срок 3 месяца снизилась с 57 до 30 млрд. руб., а по аукционам РЕПО на срок 1 год – до нуля.

Увеличение спроса кредитных организаций на операции рефинансирования Банка России и нехватка у отдельных кредитных организаций ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения по операциям РЕПО с Банком России, а также недостаточно активное перераспределение ликвидности на российском денежном рынке обусловили сохранение спроса кредитных организаций на операции постоянного действия. Среди них наиболее востребованными оставались сделки «валютный своп» и кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами.

Средний объем операций «валютный своп» в дни заключения сделок в III квартале 2013 г. составил 60,3 млрд. руб. (во II квартале – 97,6 млрд. руб.). При этом спрос на дан-

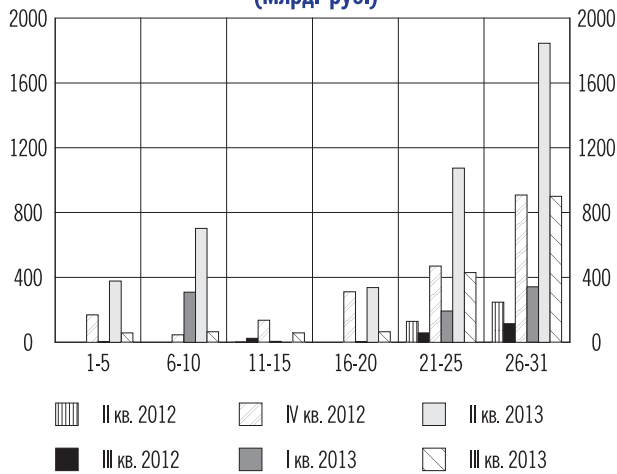
**Валовой кредит Банка России кредитным организациям\* и обязательства Банка России по операциям абсорбирования (млрд. руб.)**



<sup>1</sup> Без учета субординированных кредитов Банка России ОАО «Сбербанк России» и депозитов, размещенных Банком России в кредитных организациях.

\* Без учета субординированного кредита ОАО «Сбербанк России» и депозитов, размещенных Банком России в кредитных организациях.  
Источник: Банк России.

**Объем операций «валютный своп» Банка России —  
распределение активности внутри месяца  
(млрд. руб.)**



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

ные операции со стороны кредитных организаций по-прежнему возникал в основном в периоды увеличения потребности в рублевой ликвидности со стороны отдельных участников денежного рынка, в том числе в связи с осуществлением налоговых выплат. В июле-сентябре 2013 г. доля сделок «валютный своп», заключенных в течение последней декады каждого месяца, в общем объеме указанных операций составила 84,7% (во II квартале – 68,5%).

Средний объем задолженности по кредитам, обеспеченным нерыночными активами или поручительствами, по фиксированным ставкам снизился с 169,9 млрд. руб. во II квартале 2013 г. до 82,1 млрд. руб. в III квартале 2013 года. В связи с введением в систему инструментов Банка России аукционов по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, по плавающей процентной ставке, близкой к ключевой ставке Банка России, на срок 3 месяца ожидается дальнейшее снижение спроса кредитных организаций на средства, предоставляемые под залог нерыночных активов и поручительств по фиксированным ставкам.

Объем других операций рефинансирования по фиксированным ставкам (ломбардных кредитов, кредитов «овернайт», кредитов, обеспеченных золотом, а также операций РЕПО) в июле-сентябре 2013 г. оставался незначительным.

Банк России 29 июля 2013 г. провел аукцион по предоставлению кредитным органи-

**Процентные ставки по основным операциям  
Банка России и однодневная ставка MIACR (% годовых)**



Источник: Банк России.

зациям кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами<sup>2</sup>, на срок 12 месяцев по плавающей процентной ставке. Объем предоставленных денежных средств по итогам кредитного аукциона составил 306,8 млрд. рублей. Проведение кредитного аукциона по плавающей ставке на срок 12 месяцев позволило высвободить часть рыночных активов, находящихся в залоге у Банка России, и снизить нагрузку на основные рыночные инструменты рефинансирования.

В течение III квартала 2013 г. ставки денежного рынка находились в верхней половине процентного коридора Банка России. Средний уровень процентной ставки MIACR по однодневным межбанковским кредитам в рублях по сравнению с предыдущим кварталом уменьшился на 0,2 процентного пункта, до 6,1%. При этом среднее отклонение ставки MIACR от ключевой ставки Банка России снизилось с 0,79 до 0,64 процентного пункта.

В IV квартале 2013 г. ожидается сохранение значительного спроса кредитных организаций на операции рефинансирования Банка России (см. врезку «Прогноз факторов формирования ликвидности»). При этом в связи с традиционным ростом бюджетных расходов вероятно сокращение потребности кредитных организаций в рефинансировании со стороны Банка России к концу года.

<sup>2</sup> В соответствии с Положением Банка России от 12.11.2007 №312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами».

### **Прогноз факторов формирования ликвидности**

Формирование уровня ликвидности банковского сектора в IV квартале 2013 г. – I квартале 2014 г. будет определяться в основном изменением остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и объема наличных денег в обращении.

В октябре 2013 г. превышение бюджетных доходов над расходами (без учета операций с ОФЗ и изменения депозитов Федерального казначейства), в том числе вследствие выплат квартальных налогов, может привести к оттоку ликвидности из банковского сектора в размере около 0,2 трлн. рублей. Однако в ноябре-декабре 2013 г. по мере сезонного наращивания расходов бюджета ожидается приток ликвидности в банковский сектор в размере 1,4 трлн. рублей.

В IV квартале 2013 г. в связи с необходимостью финансирования государственных расходов ожидается снижение объема средств, размещенных Федеральным казначейством, бюджетами субъектов Российской Федерации и внебюджетными фондами на депозитах в кредитных организациях.

По оценке Банка России, в целом в октябре-декабре 2013 г. увеличение наличных денег в обращении вследствие действия традиционных сезонных факторов приведет к изъятию ликвидности из банковского сектора в размере около 0,8 трлн. рублей.

Направление и масштаб воздействия на объем ликвидности валютных интервенций Банка России будут зависеть от развития ситуации на внутреннем валютном рынке.

В начале 2014 г. сохранится структурная потребность банковского сектора в рефинансировании со стороны Банка России (структурный дефицит ликвидности), однако ожидается ее некоторое снижение в связи с поступлением существенного объема средств по бюджетному каналу в конце 2013 года. Кроме того, сезонное снижение объема наличных денег в обращении, характерное для начала года, также приведет к существенному притоку средств в банковский сектор в этот период.

Потенциальный объем денежных средств, которые могут привлечь кредитные организации по инструментам Банка России, достаточен для удовлетворения потребности банковского сектора в ликвидности. Объем ценных бумаг и активов, находящихся в распоряжении кредитных организаций и принимаемых в обеспечение по операциям Банка России, на 1 августа 2013 г. составил около 5,5 трлн. руб. (примерно 3/4 – ценные бумаги, 1/4 – нерыночные активы<sup>3</sup>). Максимальный уро-

вень использования рыночного обеспечения в III квартале 2013 г. достигал 80% по сравнению с 70% в предыдущем квартале. С учетом изменений в системе инструментов Банка России (в частности, дополнения ее кредитными аукционами под залог нерыночных активов по плавающей процентной ставке) ожидается снижение уровня использования рыночного обеспечения, что приведет к улучшению функционирования денежного рынка.

<sup>3</sup> Кредитные договоры и права требования, которые прошли процедуру проверки Банком России и могут быть приняты в качестве обеспечения по кредитам Банка России.

# Глоссарий

## **Автономные факторы формирования ликвидности банковского сектора**

Факторы изменения статей баланса центрального банка, оказывающие влияние на ликвидность банковского сектора, но не являющиеся результатом операций центрального банка по управлению ликвидностью. К автономным факторам относятся факторы изменения объема наличных денег в обращении и остатков на счетах расширенного правительства в Банке России, операции Банка России на внутреннем валютном рынке (кроме операций, направленных на регулирование ликвидности банковского сектора), а также изменение объема обязательных резервов кредитных организаций вследствие изменения их обязательств.

## **Базовая инфляция**

Инфляция, измеренная на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, большинство жилищно-коммунальных услуг).

## **Бивалютная корзина**

Выраженный в национальной валюте операционный ориентир курсовой политики Банка России, состоящий из доллара США и евро (действует с февраля 2005 г.). Рублевая стоимость бивалютной корзины рассчитывается как сумма 55 центов доллара США и 45 евроцентов в рублях (действует с 8 февраля 2007 г.).

## **Валовой кредит Банка России**

Включает кредиты, предоставленные Банком России кредитным организациям (в том числе банкам с отозванной лицензией), просроченную задолженность и просроченные проценты по кредитам, средства, предоставленные Банком России кредитным организациям посредством операций РЕПО, а также сделок «валютный своп».

## **Денежная масса**

См. Денежный агрегат М2.

## **Денежный агрегат М2**

Сумма наличных денег в обращении и безналичных средств нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц, являющихся резидентами Российской Федерации, на счетах до востребования и срочных счетах, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации.

## **Долларизация депозитов**

Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов банковского сектора.

## **Индекс потребительских цен (ИПЦ)**

ИПЦ характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Рассчитывается Федеральной службой госу-

дарственной статистики как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения.

### **Индекс номинального эффективного курса рубля**

Индекс номинального эффективного курса рубля отражает динамику курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. Рассчитывается как средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. В качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из этих стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами.

### **Индекс реального эффективного курса рубля**

Рассчитывается как средневзвешенное изменение реальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. При этом реальный курс рубля к иностранной валюте рассчитывается с учетом номинального курса рубля к данной валюте и соотношения уровня цен в России и соответствующей стране. При расчете реального эффективного курса в качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из этих стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами. Индекс реального эффективного курса рубля отражает изменение конкурентоспособности российских товаров относительно товаров стран – основных торговых партнеров России.

### **Индекс условий банковского кредитования**

Обобщающий показатель изменения условий банковского кредитования, который рассчитывается Банком России по результатам ежеквартального обследования ведущих российских банков – участников кредитного рынка следующим образом: (доля банков, сообщивших о существенном ужесточении условий кредитования, в процентах) + 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном ужесточении условий кредитования, в процентах) – 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном смягчении условий кредитования, в процентах) – (доля банков, сообщивших о существенном смягчении условий кредитования, в процентах). Измеряется в процентных пунктах.

### **Индикатор фискального стресса**

Подход, разработанный экспертами МВФ и заключающийся в использовании агрегированного индикатора раннего предупреждения кризисных явлений, рассчитываемого на основе изучения сигналов дополняющих друг друга трех кластеров показателей: основные бюджетные показатели, долгосрочные бюджетные тренды, управление активами и обязательствами (всего 12 показателей). Для каждого показателя рассчитано пороговое значение, превышение которого означает сигнализирование данным показателем угрозы возникновения кризисного явления в последующем году, а также оценена сигнальная сила, т.е. вес показателя в индикаторе фискального стресса. Подробнее методологию см.: Baldacci E., McHugh J., Petrova I. *Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators*. IMF Working Paper, No. 94, 2011 и Baldacci E., Petrova I., Belhocine N., Dobrescu G., Mazraani S. *Assessing Fiscal Stress*. IMF Working Paper, No. 100, 2011.

### **Ключевая ставка Банка России**

Процентная ставка по основным операциям Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора. Является основным индикатором денежно-кредитной политики.

### **Контрциклическая (стабилизирующая) бюджетная политика**

Ужесточение бюджетной политики в период «перегрева» экономики и смягчение в период экономического спада. В противном случае бюджетная политика имеет проциклический характер. В качестве индикатора, характеризующего фазу экономического цикла, используется изменение величи-



ны разрыва выпуска в годовом выражении, а степень жесткости бюджетной политики определяется динамикой структурного нефтяного первичного дефицита.

### **Контрциклическая валюта**

Валюта, традиционно демонстрирующая укрепление в периоды нестабильности на мировых рынках и/или спада в мировой экономике. К этой категории валют относятся, в частности, доллар США, японская иена и швейцарский франк.

### **Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)**

Основа системы процентных ставок Банка России. Процентный коридор имеет следующую структуру: центр коридора задается ключевой ставкой Банка России; верхняя и нижняя границы, симметричные относительно ключевой ставки, формируются процентными ставками по операциям постоянного действия на срок 1 день (депозитным операциям и операциям рефинансирования).

### **Ликвидность банковского сектора**

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в целях осуществления платежных операций и выполнения резервных требований Банка России.

### **Направленность денежно-кредитной политики**

Характеристика воздействия денежно-кредитной политики на экономику. Жесткая направленность предполагает сдерживающее воздействие денежно-кредитной политики на экономическую активность с целью снижения инфляционного давления, в то время как мягкая направленность денежно-кредитной политики предполагает стимулирование экономики с возможным созданием давления на инфляцию в сторону ее увеличения.

### **Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России**

Векселя и кредитные требования, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России в соответствии с Положением Банка России от 12.11.2007 № 312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами».

### **Неценовые условия банковского кредитования**

Условия выдачи кредита банком помимо его стоимости для заемщика, такие как максимальный размер и срок предоставления средств, требования к обеспечению по кредиту и финансовому положению заемщика.

### **Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности**

Рассчитывается Росстатом на основе ежеквартальных обследований как среднеарифметическое значение пяти частных индексов: произошедших и ожидаемых изменений личного материального положения, произошедших и ожидаемых изменений экономической ситуации в России, благоприятности условий для крупных покупок. Частные индексы рассчитываются на основе сведения баланса оценок респондентов (в процентах). Баланс оценок представляет собой разность между суммой долей (в процентах) определенно положительных и 1/2 скорее положительных ответов и суммой долей (в процентах) отрицательных и 1/2 скорее отрицательных ответов. Нейтральные ответы не принимаются во внимание.

### **Операция «валютный своп»**

Сделка, состоящая из двух частей: изначально одна сторона сделки обменивает определенную сумму в национальной или иностранной валюте на эквивалентное количество другой валюты, предоставляемой второй стороной сделки, а затем, по истечении срока сделки, стороны производят обратный обмен валют (в соответствующем объеме) по заранее установленному курсу. Операции

«валютный своп» Банка России используются для предоставления кредитным организациям рефинансирования в рублях.

### **Операции на открытом рынке**

Операции, которые проводятся по инициативе центрального банка. К данному виду относятся проводимые на аукционной основе операции рефинансирования и стерилизации (аукционы РЕПО, депозитные аукционы и др.), а также операции по покупке и продаже финансовых активов (государственных ценных бумаг, валюты, золота).

### **Операции постоянного действия**

Операции предоставления и абсорбирования ликвидности по фиксированным процентным ставкам, проводимые Банком России.

### **Операция РЕПО**

Сделка, состоящая из двух частей: изначально одна сторона сделки продает ценные бумаги другой стороне, получая за них денежные средства, а затем по истечении определенного срока выкупает их обратно по заранее установленной цене. Операции РЕПО Банка России используются для предоставления кредитным организациям ликвидности в рублях в обмен на обеспечение в виде ценных бумаг.

### **Плавающая процентная ставка по операциям Банка России**

Процентная ставка, привязанная к уровню ключевой ставки Банка России. В случае принятия Советом директоров Банка России решения об изменении ключевой ставки с соответствующей даты по ранее предоставленным по плавающей ставке кредитам применяется процентная ставка, скорректированная на величину изменения ключевой ставки.

### **Потенциальный выпуск**

Совокупный уровень выпуска в экономике, который достигается при нормальной загрузке факторов производства при существующих ресурсных и институциональных ограничениях. Отражает объем продукции, который может быть произведен и реализован без создания предпосылок к изменению темпов роста цен. При этом уровень потенциального выпуска не связан с определенным уровнем инфляции, а лишь свидетельствует о наличии или отсутствии условий для ее ускорения или замедления.

### **Премия за риск рыночного портфеля акций**

Согласно модели оценки долгосрочных финансовых активов (*Capital asset pricing model*), рассчитывается как разница между доходностью рыночного портфеля акций и доходностью безрискового актива. В качестве доходности безрискового актива, как правило, используется доходность государственных ценных бумаг (например, ОФЗ). Измеряется в процентных пунктах.

### **Процентный коридор**

См. Коридор процентных ставок Банка России.

### **Проциклическая валюта**

Валюта, традиционно демонстрирующая укрепление в периоды роста мировой экономики. К этой категории валют относятся, в частности, евро, канадский доллар и австралийский доллар.

### **Разрыв выпуска**

Процентное отклонение ВВП от потенциального выпуска. Характеризует соотношение спроса и предложения, является агрегированным индикатором влияния факторов спроса на инфляцию. В случае превышения фактического выпуска над потенциальным (положительный разрыв выпуска)

при прочих равных условиях ожидается формирование тенденции к ускорению темпов роста цен. Наличие отрицательного разрыва выпуска указывает на ожидаемое замедление темпов роста цен.

### **Режим плавающего валютного курса**

В рамках данного режима курс национальной валюты формируется преимущественно под влиянием рыночных факторов, и его траектория не является предсказуемой. Центральный банк не устанавливает целевых ориентиров для уровня или изменения валютного курса. При этом допускается проведение центральным банком валютных интервенций для сглаживания чрезмерных колебаний валютного курса, не связанных с действием фундаментальных факторов.

### **Режим таргетирования инфляции**

Режим денежно-кредитной политики, при котором установлено, что главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности. В рамках данного режима устанавливается и объявляется количественная цель по инфляции, за достижение которой ответственен центральный банк. Обычно в рамках режима таргетирования инфляции воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки. Решения принимаются в первую очередь на основе прогноза развития экономики и динамики инфляции. При этом важным элементом данного режима является практика регулярного разъяснения общественности принимаемых центральным банком решений, что обеспечивает подотчетность и информационную открытость центрального банка.

### **Свободные резервы кредитных организаций**

Включают остатки средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, а также вложения кредитных организаций в облигации Банка России.

### **Средства на счетах расширенного правительства**

Средства на счетах в Банке России по учету средств федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, государственных внебюджетных фондов и внебюджетных фондов субъектов Российской Федерации и местных органов власти.

### **Структурный дефицит ликвидности банковского сектора**

Состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в получении ликвидности посредством операций с Банком России. Обратная ситуация – наличие устойчивой потребности у кредитных организаций в размещении средств в Банке России – представляет собой структурный профицит ликвидности.

### **Структурный нефтегазовый первичный дефицит бюджета**

Элементы бюджета, не зависящие от фазы бизнес-цикла и определяемые решениями органов государственного управления. Другими словами, это совокупный дефицит бюджета, очищенный от нефтегазовых поступлений, чистых процентных платежей и элементов, зависящих напрямую от изменения экономической активности.

### **Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики**

Процесс воздействия решений в области денежно-кредитной политики (в частности, решения центрального банка относительно изменения процентных ставок по своим операциям) на экономику в целом и прежде всего на ценовую динамику. Важнейшим каналом трансмиссии денежно-кредитной политики является процентный канал, действие которого основано на влиянии политики центрального банка на изменения процентных ставок, по которым субъекты экономики могут размещать и привлекать средства, а через них – на решения о потреблении, сбережении и инвестировании и, таким образом, на уровень совокупного спроса, экономическую активность и инфляцию.

### **Усреднение обязательных резервов**

Право кредитной организации на выполнение установленных Банком России нормативов обязательных резервов за счет поддержания доли обязательных резервов, равной коэффициенту усреднения, на корреспондентском счете в Банке России в среднем в течение установленного периода.

### **Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором**

Совокупное сальдо операций субъектов частного сектора с иностранными активами и обязательствами, отражаемых в финансовом счете платежного баланса.

### **Чистый кредит Банка России кредитным организациям**

Валовой кредит Банка России кредитным организациям за вычетом остатков средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации (включая усредненную величину обязательных резервов) и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложений кредитных организаций в облигации Банка России (по фиксированной на начало текущего года стоимости).

### **Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)**

Включает все компоненты денежного агрегата M2 и депозиты в иностранной валюте резидентов Российской Федерации (организаций и физических лиц), размещенные в действующих кредитных организациях.

# Приложение (статистические таблицы)

Таблица 1

**Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг  
(месяц к предыдущему месяцу, %)**

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2011</b>								
Январь	2,4	1,1	2,6	1,6	11,2	0,9	0,6	4,1
Февраль	0,8	0,7	1,2	1,0	2,7	0,3	0,5	0,8
Март	0,6	0,7	0,9	0,9	1,4	0,5	0,6	0,3
Апрель	0,4	0,5	0,4	0,6	-1,6	0,5	0,5	0,5
Май	0,5	0,4	0,0	0,2	-1,6	0,8	0,4	0,7
Июнь	0,2	0,3	-0,2	0,1	-3,2	0,4	0,3	0,7
Июль	0,0	0,4	-0,7	0,4	-9,2	0,3	0,3	0,6
Август	-0,2	0,4	-1,4	0,3	-16,0	0,5	0,4	0,3
Сентябрь	0,0	0,5	-0,6	0,2	-9,8	0,7	0,7	-0,1
Октябрь	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,1
Ноябрь	0,4	0,5	0,5	0,7	-1,0	0,6	0,5	0,1
Декабрь	0,4	0,4	0,7	0,6	1,3	0,3	0,4	0,3
В целом за год (декабрь к декабрю)	6,1	6,6	3,9	7,4	-24,7	6,7	6,0	8,7
<b>2012</b>								
Январь	0,5	0,5	0,8	0,6	2,8	0,4	0,5	0,2
Февраль	0,4	0,4	0,7	0,5	2,1	0,3	0,4	0,0
Март	0,6	0,5	0,8	0,6	2,7	0,5	0,5	0,4
Апрель	0,3	0,4	0,2	0,3	-0,4	0,4	0,4	0,3
Май	0,5	0,2	0,6	0,0	5,8	0,4	0,3	0,7
Июнь	0,9	0,4	1,6	0,3	13,4	0,2	0,2	0,8
Июль	1,2	0,5	1,1	0,8	3,5	0,3	0,3	2,7
Август	0,1	0,6	-0,5	0,8	-10,8	0,4	0,4	0,6
Сентябрь	0,6	0,7	0,1	0,8	-5,6	0,7	0,6	1,0
Октябрь	0,5	0,6	0,5	0,8	-2,2	0,7	0,6	0,1
Ноябрь	0,3	0,5	0,5	0,6	-1,3	0,4	0,4	0,0
Декабрь	0,5	0,4	0,9	0,7	2,4	0,3	0,3	0,4
В целом за год (декабрь к декабрю)	6,6	5,7	7,5	7,1	11,0	5,2	5,0	7,3
<b>2013</b>								
Январь	1,0	0,5	1,8	1,2	7,4	0,4	0,4	0,6
Февраль	0,6	0,4	0,8	0,6	2,8	0,4	0,4	0,4
Март	0,3	0,4	0,4	0,5	0,1	0,4	0,4	0,2
Апрель	0,5	0,4	0,7	0,4	3,6	0,4	0,4	0,5
Май	0,7	0,3	1,0	0,3	6,5	0,3	0,4	0,8
Июнь	0,4	0,3	0,5	0,2	3,0	0,2	0,2	0,6
Июль	0,8	0,3	0,0	0,4	-3,0	0,1	0,1	3,1
Август	0,1	0,5	-0,7	0,6	-11,3	0,5	0,3	0,9
Сентябрь	0,2	0,7	0,0	0,8	-7,6	0,5	0,4	0,1

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источник: Росстат, расчеты Банка России.

**Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг  
(месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)**

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2011</b>								
Январь	9,6	7,2	14,2	10,2	51,1	5,6	5,2	8,2
Февраль	9,5	7,4	14,2	10,5	46,9	5,6	5,4	7,9
Март	9,5	7,7	14,1	10,8	42,9	5,8	5,6	7,9
Апрель	9,6	8,0	14,1	11,2	39,1	5,9	5,8	8,2
Май	9,6	8,3	13,4	11,6	27,7	6,3	5,9	8,6
Июнь	9,4	8,4	12,5	11,7	18,3	6,6	5,9	8,8
Июль	9,0	8,4	11,3	11,7	8,1	6,6	6,0	8,9
Август	8,2	8,1	8,8	10,7	-7,9	6,8	6,1	9,0
Сентябрь	7,2	7,4	6,4	8,9	-17,1	6,8	6,1	8,8
Октябрь	7,2	7,2	6,2	8,4	-15,2	6,9	6,2	9,0
Ноябрь	6,8	6,9	5,3	8,0	-19,3	6,8	6,1	8,8
Декабрь	6,1	6,6	3,9	7,4	-24,7	6,7	6,0	8,7
<b>2012</b>								
Январь	4,2	6,0	2,0	6,3	-30,4	6,2	5,9	4,7
Февраль	3,7	5,7	1,5	5,8	-30,8	6,2	5,8	3,9
Март	3,7	5,5	1,3	5,5	-29,9	6,2	5,7	3,9
Апрель	3,6	5,3	1,2	5,2	-29,1	6,1	5,6	3,7
Май	3,6	5,1	1,7	4,9	-23,8	5,6	5,5	3,7
Июнь	4,3	5,2	3,6	5,1	-10,8	5,4	5,4	3,8
Июль	5,6	5,3	5,5	5,6	1,7	5,5	5,5	5,9
Август	5,9	5,5	6,5	6,1	8,0	5,3	5,5	6,2
Сентябрь	6,6	5,7	7,3	6,7	13,1	5,4	5,4	7,3
Октябрь	6,5	5,8	7,3	7,0	10,1	5,3	5,2	7,2
Ноябрь	6,5	5,8	7,3	7,0	9,8	5,2	5,1	7,2
Декабрь	6,6	5,7	7,5	7,1	11,0	5,2	5,0	7,3
<b>2013</b>								
Январь	7,1	5,7	8,6	7,8	16,1	5,1	4,9	7,8
Февраль	7,3	5,7	8,7	7,8	16,8	5,3	5,0	8,2
Март	7,0	5,6	8,3	7,7	13,8	5,2	4,8	7,9
Апрель	7,2	5,7	8,8	7,7	18,3	5,1	4,9	8,1
Май	7,4	5,9	9,2	8,0	19,1	5,0	4,9	8,3
Июнь	6,9	5,8	8,0	7,9	8,2	4,9	4,9	8,1
Июль	6,5	5,6	6,8	7,4	1,3	4,8	4,6	8,4
Август	6,5	5,5	6,5	7,2	0,8	4,9	4,5	8,7
Сентябрь	6,1	5,5	6,3	7,2	-1,4	4,7	4,4	7,8

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источник: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 3

**Макроэкономические индикаторы  
(с исключением сезонности, прирост в % к предыдущему периоду)**

	Промышленное производство <sup>1</sup>	Сельское хозяйство	Строительство	Грузооборот транспорта	Оборот розничной торговли	Инвестиции в основной капитал	Потребительские расходы населения	ИБВЭД <sup>2</sup>	ВВП <sup>3</sup>
<b>2012</b>									
Январь	1,4	-25,3	-0,6	3,2	-0,2	-3,4	-0,8	0,8	
Февраль	1,4	25,5	-0,8	-0,5	1,0	2,3	1,1	1,6	
Март	-2,5	1,2	0,1	-1,0	-0,1	0,9	0,2	-2,2	-0,3
Апрель	0,3	5,5	0,5	-0,9	0,4	-3,1	0,0	-0,6	
Май	1,7	4,5	0,0	-0,6	1,1	3,8	1,2	2,0	
Июнь	-0,7	-14,0	0,6	0,9	0,4	0,1	1,3	-0,3	0,4
Июль	1,2	24,3	-0,7	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7	0,3	
Август	-1,0	7,0	1,1	0,5	0,4	1,7	0,8	0,0	
Сентябрь	0,4	25,4	-1,3	0,9	0,5	-6,9	0,4	-0,7	1,2
Октябрь	-0,7	-20,2	8,9	-2,4	0,1	9,7	0,3	0,7	
Ноябрь	0,5	11,0	-6,5	0,8	0,5	-4,2	0,4	0,0	
Декабрь	0,3	-22,3	0,3	1,7	0,7	0,1	1,3	0,3	0,5
<b>2013</b>									
Январь	-1,4	-25,4	-0,1	-1,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	
Февраль	0,0	28,2	-1,4	-1,4	-0,3	0,7	-0,8	0,1	
Март	2,5	0,5	-0,4	0,5	1,1	-0,2	-0,1	0,6	-0,2
Апрель	-0,9	3,5	-2,7	0,5	0,1	-2,3	0,4	-0,6	
Май	-1,1	4,0	4,3	-0,4	-0,1	3,7	0,4	-0,4	
Июнь	1,2	-14,2	-8,6	-0,2	0,9	-2,6	1,0	-0,5	-0,3
Июль	-0,9	28,8	14,3	0,4	0,7	4,2	1,1	0,8	
Август	0,7	3,0	-7,3	1,3	0,0	-3,8	0,0	-0,4	
Сентябрь	0,1	-6,8	-8,7	-0,5	0,9	-2,7	1,7		

<sup>1</sup> Оценка Росстата.<sup>2</sup> Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источник: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 4

**Макроэкономические индикаторы  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)**

	2013										Справочно: 2012
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Январь-август	Январь-август	
Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности	0,7	-0,9	2,0	1,9	-0,4	-0,9	0,1	-0,4	0,2	4,3	
Промышленное производство	-0,8	-2,1	2,6	2,3	-1,4	0,1	-0,7	0,1	0,0	3,1	
Продукция сельского хозяйства	2,5	2,4	2,1	1,7	1,5	2,1	5,8	3,3	3,3	-0,5	
Инвестиции в основной капитал	1,1	0,3	-0,8	-0,7	0,4	-3,7	2,5	-3,9	-1,3	11,5	
Строительные работы	1,4	0,3	0,2	-3,7	1,7	-7,9	6,1	-3,1	-0,8	3,6	
Оборот розничной торговли	4,4	3,2	4,5	4,2	3,0	3,6	4,4	4,0	3,9	7,1	
Реальные располагаемые денежные доходы населения	0,7	6,7	10,0	7,6	-1,1	2,3	4,2	2,1	4,1	3,5	
Реальная начисленная заработная плата одного работника	5,4	3,3	5,1	8,5	4,7	5,3	6,4	5,9	5,5	9,7	
Численность безработных	-5,8	-6,9	-9,5	-0,6	-2,2	2,7	1,2	3,9	-2,5	-16,1	
Уровень безработицы (в % к экономически активному населению, на конец периода)	6,0	5,8	5,7	5,6	5,2	5,4	5,3	5,2	5,2	5,0	

Источник: Росстат, расчеты Банка России.

## Перечень врезок

Об оценках темпов роста потенциального выпуска в России .....	21
Прогноз факторов формирования ликвидности .....	28





